

VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Fundamentální analýza společnosti ČEZ, a. s.

Fundamental Analysis of ČEZ, a. s.

Student: Lucie Vaňková

Vedoucí diplomové práce: Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.

Ostrava 2013

Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Lucie Vaňková**
Studijní program: N6202 Hospodářská politika a správa
Studijní obor: 6202T010 Finance
Specializace: 00 Finance
Téma: **Fundamentální analýza ČEZ, a.s.**
Fundamental Analysis of ČEZ, a.s.

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
2. Teoretická východiska fundamentální analýzy
3. Globální a odvětvová analýza
4. Firemní analýza vybrané společnosti a stanovení vnitřní hodnoty akcie
5. Závěr

Seznam použité literatury

Seznam zkratk

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Seznam příloh

Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

DLUHOŠOVÁ, Dana a kol. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. upr. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.

Vedoucí diplomové práce: **Ing. Kateřina Kořená, Ph.D.**

Datum zadání: 23.11.2012

Datum odevzdání: 26.04.2013

Ing. Iveta Ratmanová, Ph.D.
vedoucí katedry



prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová
děkanka fakulty

Prohlašuji, že jsem celou práci, včetně všech příloh, vypracovala samostatně. Přílohy č. 3 a č. 4, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila

V Ostravě, dne 26. 4. 2013



Bc. Lucie Vaňková

OBSAH

1	ÚVOD	5
2	TEORETICKÁ VÝCHODISKA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY	6
2.1	GLOBÁLNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	7
2.1.1	Reálný výstup ekonomiky	7
2.1.2	Úrokové sazby	7
2.1.3	Inflace	8
2.1.4	Devizové kurzy	8
2.1.5	Státní rozpočet	8
2.2	ODVĚTOVÁ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	8
2.2.1	Životní cyklus odvětví	8
2.2.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	9
2.2.3	Tržní struktura odvětví	10
2.2.4	Role regulatorních orgánů	10
2.3	FIREMNÍ FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZA	11
2.3.1	Finanční analýza	12
2.3.2	Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie	20
3	GLOBÁLNÍ A ODVĚTOVÁ ANALÝZA.....	30
3.1	GLOBÁLNÍ ANALÝZA	30
3.1.1	Reálný výstup ekonomiky	30
3.1.2	Úrokové sazby	31
3.1.3	Inflace	32
3.1.4	Devizový kurz.....	34
3.1.5	Daňové příjmy	35
3.2	ODVĚTOVÁ ANALÝZA	36
3.2.1	Životní cyklus odvětví	36
3.2.2	Citlivost odvětví na hospodářský cyklus	37
3.2.3	Tržní struktura odvětví.....	39
3.2.4	Role regulatorních orgánů	42
4	FIREMNÍ ANALÝZA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI A STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE	43
4.1	CHARAKTERISTIKA SPOLEČNOSTI ČEZ, A. S.....	43
4.1.1	Rozvoj společnosti	43
4.1.2	Předmět podnikání skupiny ČEZ	45
4.1.3	Základní kapitál	46
4.1.4	Vrcholové vedení a orgány společnosti	48
4.1.5	Zaměstnanci a sociální politika.....	49
4.1.6	Odběratelé	50
4.1.7	Dividendy.....	50
4.1.8	Investiční politika	53
4.1.9	Inovace a výzkum	53

4.1.10 Tržní situace	54
4.1.11 Hospodaření společnosti a její budoucí vývoj.....	56
4.2 FINANČNÍ ANALÝZA	58
4.2.1 Ukazatel finanční stability a zadluženosti.....	58
4.2.2 Ukazatele rentability	59
4.2.3 Ukazatele likvidity	61
4.2.4 Ukazatele aktivity	62
4.2.5 Ukazatele kapitálového trhu	63
4.2.6 Index IN	65
4.2.7 SWOT analýza	66
4.3 STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE	70
4.3.1 Dividendový diskontní model.....	70
4.3.2 Model diskontovaných peněžních toků	71
4.3.3 Historický model.....	73
4.3.4 Bilanční modely	74
4.3.5 Ziskové modely.....	74
4.3.6 Srovnání výsledků a výpočet konečné vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ	75
4.3.7 Investiční doporučení.....	76
5 ZÁVĚR.....	79
SEZNAM POUŽITÉ LITERATURY	81
SEZNAM ZKRATEK	83
PROHLÁŠENÍ O VYUŽITÍ VÝSLEDKŮ DIPLOMOVÉ PRÁCE	
SEZNAM PŘÍLOH	
PŘÍLOHY	

1 ÚVOD

Při obchodování na finančních trzích je samotným základem znalost fundamentální analýzy. Úspěch každého investora může být postaven na aplikaci zásad tohoto nástroje, který napomáhá investorovi jak při ocenění, nákupu či prodeji finančních instrumentů, tak při určení vývoje trhu.

Cílem diplomové práce je pomocí fundamentální analýzy ocenit akcie společnosti ČEZ, porovnat vypočítanou hodnotu s aktuálním kurzem na trhu a vydat investiční doporučení pro krátkodobý i dlouhodobý časový horizont.

V teoretické části je popsána podstata fundamentální analýzy, a to z hlediska globální, odvětvové a firemní úrovně. V globální a odvětvové analýze jsou charakterizovány vazby mezi jednotlivými faktory působící na trhu a samotnou vnitřní hodnotu akcie. Firemní analýza zahrnuje strukturu společnosti, věnuje se problematice finanční analýzy, SWOT analýzy a popisuje vybrané oceňovací metody.

Třetí kapitola zachycuje vztahy mezi makroekonomickými veličinami a vnitřní hodnotou akcie na globální úrovni. Na základě toho je srovnáván vývoj reálného výstupu ekonomiky, úrokové sazby, inflace, devizového kurzu a daňových příjmů s vývojem akciového kurzu společnosti. V rámci problematiky odvětvové analýzy je zkoumán vliv životního cyklu odvětví, citlivosti odvětví na hospodářský cyklus, tržní struktury odvětví a rolí regulačních orgánů na vývoj akciového titulu ČEZ.

Ve čtvrté kapitole je provedena firemní analýza, která se zabývá charakteristikou společnosti, její finanční analýzou a samotným oceněním akciového titulu společnosti ČEZ. Stanovení konečné vnitřní hodnoty je spočítáno pomocí dividendového diskontního modelu, modelu diskontovaných peněžní toků na úrovni akcionářů, historického modelu, bilančního modelu a ziskového modelu. Na základě srovnání zjištěné vnitřní hodnoty akcie s aktuálním kurzem na trhu je stanoveno, zda je akcie podhodnocena, nadhodnocena nebo správně oceněna. Po posouzení výše uvedených skutečností je vydáno investiční doporučení, pro krátkodobý i dlouhodobý investiční horizont.

2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA FUNDAMENTÁLNÍ ANALÝZY

Fundamentální akciová analýza se řadí k analytickým přístupům využívaným v celosvětovém měřítku. Zaměřuje se na pohyb akciových kurzů a snaží se je vysvětlit v závislosti na široké škále faktorů a významných událostí. Tyto faktory posuzuje nejen na firemní úrovni, ale také v oblasti globální a odvětvové.

Globální fundamentální analýza se zaměřuje na vliv celé ekonomiky na vnitřní hodnotu akcie. Jedná se o dopady makroekonomických dat typu hrubého domácího produktu, inflace, spotřebitelské poptávky, peněžní zásoby, obchodní bilance a toků důchodu, pohybu kapitálu a investic nebo vývoje kurzu. Na globální úrovni lze vysledovat i pozitivní vztah mezi růstem hrubého domácího produktu a růstem akciového trhu nebo naopak negativní vazbu růstu vývoje akciového trhu oproti vývoji úrokových sazeb. V současné době je nutné zohlednit i dopady politických a ekonomických šoků.

Odvětvová analýza představuje další úroveň fundamentální analýzy. Tato analýza je zaměřená na typické vlivy a charakteristiky odvětví, ve kterém sledovaná společnost působí a kalkuluje dopady charakteristik na vnitřní hodnotu akcie vybrané společnosti. Rovněž platí, že odvětvová fundamentální analýza také postihuje charakteristiku sektoru vůči jinému sektoru, který jej určuje.

Samostatnou součástí fundamentální analýzy je tzv. kvalitativní analýza. Kvalitativní analýza vychází z čísel, výsledků hospodaření a jejich předpovědi. Převážně se zaměřuje na subjektivní ohodnocení obtížně měřitelných faktorů, které mohou ovlivnit hodnotu akcie. Mezi tyto faktory lze zařadit například kvalitu managementu společnosti, konkurenci, hodnotu značky apod.

Za nejdůležitější část fundamentální analýzy lze považovat tu část, někdy nazývanou korporátní analýza, která se zabývá samotnou cenou zvolené akcie. Cílem je odhadnout dopad všech faktorů ovlivňující danou akcii a stanovit její správnou vnitřní hodnotu. Významnost spočívá v tom, že zjištěná vnitřní hodnota akcie je porovnávána s hodnotou na trhu. Na základě tohoto porovnání lze akcii označit buď za podhodnocenou, nadhodnocenou nebo blížící se správné vnitřní hodnotě akcie. Tento postup vyžaduje i matematické modely. Za nejvíce používané a rozpracované metody lze považovat dividendové diskontní modely

za podmínky vyplácení dividend vybranou společností. Dále se to týká modelů porovnávající cenu akcie vůči zisku, účetní hodnotě či tržbám.

2.1 Globální fundamentální analýza

První úrovní fundamentální akciové analýzy je globální analýza, která zkoumá a hodnotí vlivy celé ekonomiky a trhu prostřednictvím makroekonomických agregátů na hodnotu analyzované akcie. Řadí se sem *HDP, úrokové sazby, inflace, pohyb mezinárodního kapitálu, pohyb devizových kurzů, fiskální ukazatele apod.* Hlavní náplní globální fundamentální analýzy je zkoumání, stanovení a popis vztahů mezi jednotlivými veličinami a akciovými kurzy.

2.1.1 Reálný výstup ekonomiky

Mezi vývojem akciových kurzů a reálným výstupem ekonomiky existuje pozitivní vztah. Avšak reálný výstup ekonomiky nelze v krátkodobém a střednědobém časovém horizontu použít k prognóze budoucího vývoje akciových kurzů. Akciové kurzy předbíhají vývoj reálné ekonomiky o tři až devět měsíců. Tato skutečnost je založena na principu očekávání investorů. V dlouhém období několika desetiletí by bylo možné sledovat v primárním trendu neustálý růst reálného výstupu ekonomiky a akciových kurzů v závislosti na růstu životní a ekonomické úrovně.

2.1.2 Úrokové sazby

Vztah mezi vývojem akciového kurzu a úrokovými sazbami lze charakterizovat jako inverzní, tzn., rostou-li úrokové sazby, dochází k poklesu akciového kurzu a naopak. Tento vztah je podložen skutečnostmi existence konkurenčního vztahu mezi akciovými a dluhopisovými trhy a přesouvání investiční aktivity ziskově orientovaných investorů v závislosti na růstu nebo poklesu úrokových měr. Další možnou příčinou je omezení investiční činnosti v souvislosti se zdražením (s růstem úroku) volných finančních zdrojů doprovázeným poklesem zisku a následně propadem akciových kurzů. Jiné vysvětlení inverzního vztahu může spočívat v signální funkci úrokové míry a skutečnosti, že významný růst úrokových sazeb probíhá až v samém závěru fáze hospodářského růstu.

2.1.3 Inflace

Mezi inflací a akciovými kurzy je identifikován nepřímý inverzní vztah. S růstem inflace klesají akciové kurzy a naopak. Oproti úrokovým sazbám však mezi inflací a kurzy nedochází k tak vysoké korelaci, tzn., že se korelační koeficienty výrazně neodchylují od nuly. Nepřímý vztah je výsledkem působení dvou separátních vztahů a to mezi HDP a inflací, jenž je inverzní a druhý pozitivní vztah mezi HDP a akciovými kurzy.

2.1.4 Devizové kurzy

Vztah devizového kurzu a akciových titulů se dá definovat nulovou korelací. Jinými slovy vývoj obou veličin má minimum společných pohybů a to i přes skutečnost, že devizové kurzy ovlivňují náklady a zisky společností.

2.1.5 Státní rozpočet

Rozhodnutí vlády zvyšovat daně vede k poklesu volných finančních prostředků, které by mohly být investovány. Dochází tak k útlumu investiční aktivity a následně k propadu akciových kurzů. Daňové zatížení má i negativní dopad na samotné společnosti, protože jsou zisky více zdaněny, tím pádem jsou vypláceny nižší dividendy. To se odrazí v klesajících akciových kurzech a naopak.

2.2 Odvětvová fundamentální analýza

Na druhé úrovni se nachází odvětvová analýza, jejímž smyslem je stanovení specifických prvků odvětví, ve kterém společnost působí, a následné posouzení vlivu na vnitřní hodnotu akcie. Mezi odvětvové faktory se řadí *životní cyklus odvětví*, *citlivost odvětví na hospodářský cyklus*, *tržní struktura odvětví* a *role regulačních orgánů*.

2.2.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví je představován určitými fázemi, lišící se rozdílným vývojem zisků, tržeb a akciových kurzů. Jsou rozlišovány tři etapy životního cyklu odvětví.

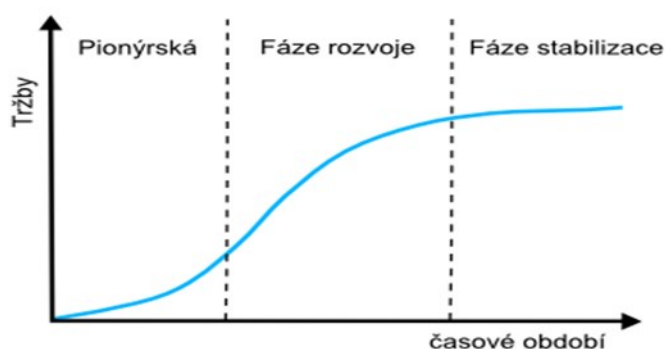
Pionýrská etapa je charakteristická počátkem životního cyklu, kdy dochází k prudkému vzestupu poptávky po nových či inovovaných produktech společnosti v daném

odvětví. Díky tomu je dosahováno nadprůměrných zisků, které mohou přilákat konkurenci. V této fázi jsou zisky, tržby, vnitřní hodnota akcie a akciového kurzu značně kolísavé.

Druhá etapa se nazývá fáze rozvoje, ve které je odvětví stabilní, zisky a tržby stále rostou. Společnosti si v této fázi budují pozice na trhu. Dochází k poklesu rozkolísanosti zisků, tržeb, vnitřní hodnoty akcie a akciového kurzu. Vystupuje zde regulační orgán, který svými opatřeními ovlivňuje konkurenci.

Poslední fázi představuje stabilizace, kdy je vývoj zisků, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů stabilní. Působí zde již silné dominantní společnosti. V případě, že by v této fázi došlo k poklesu zisků a následně vnitřní hodnoty akcií, mohou společnosti odvětví opustit nebo inovovat svoji produkci a projít si znovu celým životním cyklem odvětví (Veselá, 2011).

Obr. č. 2.1 Životní cyklus odvětví



Zdroj: VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. s. 325

2.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Tržby, zisky, vnitřní hodnoty a akciové kurzy společností v různých odvětvích reagují rozdílně na průběh hospodářského cyklu. Liší se intenzitou, časovou nesourodností a samotným směrem reakce. Na základě citlivosti tržeb, zisků a akciových kurzů na průběh hospodářského cyklu jsou odvětví rozdělena na cyklická, neutrální a anticyklická.

Cyklická odvětví se vyznačují tím, že vývoj zisků, tržeb a akciových kurzů jsou téměř totožná s vývojem hospodářského cyklu. Zisky společností jsou nejvyšší v období konjunktury, naopak v recesi je klesající poptávka po produktech doprovázena poklesem zisků a tržeb.

Typická cyklická odvětví jsou stavebnictví, automobilový průmysl, odvětví produkující luxusní zboží apod.

Neutrální odvětví není nijak významně ovlivněno hospodářským cyklem, protože jsou zde produkovány nezbytné výrobky a služby. Poptávka bez menších výkyvů zůstává stejná. Jedná se o potravinářský průmysl, tabákový průmysl, farmaceutika atd.

Anticyklické odvětví je odvětví, ve kterém jsou nejvyšší zisky a tržby dosahovány ve fázi recese. Patří sem odvětví, produkující levnější zastupitelné substituty. Klasickým příkladem je oblast volného času a zábavy, kde kabelová televize představuje substitut drahému cestování.

2.2.3 Tržní struktura odvětví

Na rozkolísanost tržeb, zisků a akciových kurzů má rovněž vliv typ tržní struktury daného odvětví, vyznačující se rozdílnými kritérii. Za tyto kritéria lze považovat počet firem v odvětví, charakter vyráběných produktů, existující či neexistující překážky vstupu do odvětví a způsob tvorby cen v odvětví. Na základě posouzení těchto kritérií rozlišujeme monopol, oligopol, dokonalou a nedokonalou konkurenci viz Tab. 3.3 (Mankiw, 2000).

Tab. 2.1 Přehled a charakteristika jednotlivých tržních struktur

tržní struktura/ kritérium	Dokonalá konkurence	Nedokonalá konkurence		
		monopol	oligopol	monopolistická konkurence
počet firem	mnoho (malé, slabé)	jedna	málo	mnoho
charakter produktu	homogenní	jeden, bez blízkých substitutů	identické	diferencovaný
bariéry vstupu	žádné	velké, téměř nepřekonatelné	velké, ale překonatelné	nepatrné, překonatelné
tvorba ceny	žádný vliv na cenu	cenový tvůrce	značný podíl	omezený podíl

Zdroj: VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. s. 331.

2.2.4 Role regulatorních orgánů

Každé odvětví je vystaveno regulaci ze strany zákonodárců. Tato regulace se však liší v jednotlivých odvětvích dle způsobu či použité metody. To má za následek diferenciaci zisku a akciových kurzů v odvětví.

Mezi tyto regulační opatření patří omezování vstupu do odvětví udělováním licencí. Na základě tohoto zásahu dochází k omezení subjektů působících v daném odvětví. Nízká úroveň konkurence napomáhá k nadprůměrným ziskům a růstu akciových kurzů.

Další podobou regulace je cenotvorba, neboli stanovení cenových stropů, což znamená, že je určena horní hranice pro pohyb cen výrobků a služeb. Pozitivní při tom je, že to může vést ke stabilitě zisků a tržeb a v konečném důsledku i akciových kurzů.

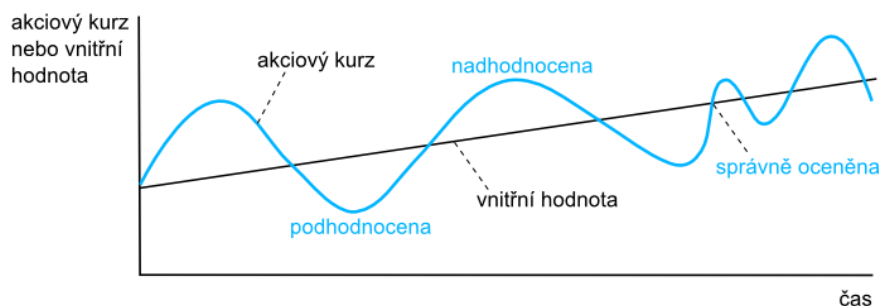
Za regulační opatření, které vyvolávají dodatečné náklady firem, se rozumí udělování pokut a sankcí společnostem za překročení stanovených hranic či limitů. To následně negativně ovlivní zisky, tržby a akciové kurzy. Zpravidla se jedná o částky, kdy dopad na zisky bývá citelný.

Pro ochranu spotřebitele jsou stanoveny základní pravidla hospodářské soutěže chránící před nekalými praktikami společností na trhu.

2.3 Firemní fundamentální analýza

Jako třetí úroveň fundamentální analýzy lze považovat firemní analýzu. Tato analýza hodnotí firemní fundamentální faktory týkající se analyzované akcie a podílí se na utváření její vnitřní hodnoty. Při tom jsou využívány nejrůznější analytické metody, modely a nástroje. Po vypočtení vnitřní hodnoty akcie dochází k porovnání s aktuálním kurzem na trhu, který je dán střetem nabídky s poptávkou po dané akci. Výsledkem tohoto srovnání je zjištění, zda je *akcie podhodnocená, tzn., že stanovená vnitřní hodnota akcie je větší, než její tržní cena.* V opačném případě, kdy je *vnitřní hodnota akcie menší, než tržní cena je akcie nadhodnocená.* V poslední řadě mohou být tyto *hodnoty totožné a akcie je správně oceněna.* Výsledek srovnání je hlavním cílem fundamentální analýzy.

Obr. 2.2 Vnitřní hodnota akcie a tržní kurz



Zdroj: www.akcie.cz, vlastní zpracování

Vnitřní hodnota akcie by měla odrážet současné, ale i očekávané firemní, odvětvové a globální fundamentální faktory, které na hodnotu analyzované akcie působí. Ve většině případů aktuální kurz akcie neodpovídá aktuální vnitřní hodnotě akcie. Akciový kurz neustále kolísá, drží se buď nad, nebo naopak pod vnitřní hodnotou akcie (Veselá, 2011).

2.3.1 Finanční analýza

Finanční analýza je nedílnou součástí finančního řízení podniku. Cílem finanční analýzy je posoudit finanční situaci podniku a jeho budoucí vývoj. Při hodnocení výkonnosti podniků se vychází z celé škály poměrových ukazatelů. Mezi základní oblasti ukazatelů finanční analýzy patří *ukazatele finanční stability a zadluženosti*, *ukazatele rentability*, *ukazatele likvidity*, *ukazatele aktivity* a *ukazatele kapitálového trhu*. Finanční situace podniku odráží veškeré jeho aktivity, jakými například jsou objem a kvalita výroby, úroveň marketingu, inovace, obchodní činnosti apod. Informace o činnostech podniku jsou obsaženy v nejrůznějších výkazech, které musí společnost vykazovat. Jedná se o účetní zprávy, výroční zprávy atd. (Dluhošová, 2010).

2.3.1.1 Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita je posuzována na základě zdrojů financování. Při tom se provádí analýza vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí (pasiv). Zadluženost je vyjádřena poměrem vlastních a cizích zdrojů financování. Ukazatele finanční stability a zadluženosti vychází z rozvahy a mezi nejvýznamnější lze zařadit *podíl vlastního kapitálu na aktivech*, *stupeň krytí stálých aktiv*, *ukazatel celkové, běžné a okamžité zadluženosti*, *úrokové krytí* a *úrokové zatížení*.

Podíl vlastního kapitálu na aktivech

$$\text{Podíl vlastního kapitálu na aktivech} = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{aktiva celkem}} \quad (2.1)$$

Tento ukazatel odráží finanční samostatnost podniku, tzn. do jaké míry je podnik schopen krýt své potřeby vlastními zdroji. Obecně vyjadřuje dlouhodobou finanční stabilitu podniku. Optimální trend tohoto ukazatele by měl být rostoucí.

Stupeň krytí stálých aktiv

$$\text{Stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{\text{dluhodobý kapitál}}{\text{stálá aktiva}} \quad (2.2)$$

Stupeň krytí stálých aktiv poměruje vlastní kapitál a dlouhodobé cizí zdroje k dlouhodobému hmotnému a nehmotnému majetku. Ukazatel by měl dosahovat alespoň hodnoty 100 %, aby tak dlouhodobý kapitál kryl stálá aktiva společnosti.

Ukazatel celkové zadluženosti

$$\text{Ukazatel celkové zadluženosti} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{celková aktiva}} \quad (2.3)$$

Ukazatel celkové zadluženosti měří podíl věřitelů na celkovém kapitálu a odráží tak riziko věřitelů. Současně tento ukazatel ovlivňuje výnosnost podniku. Nutno brát v úvahu, že samotná zadluženost není negativní jev, protože je žádoucí, aby podnik používal k financování svých potřeb i cizí zdroje (Dluhošová, 2010).

Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu

$$\text{Ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu} = \frac{\text{cizí kapitál}}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.4)$$

Zadluženost vlastního kapitálu se odráží od fáze vývoje firmy a postojů vlastníků k riziku. Optimální interval, ve kterém by se tento ukazatel měl pohybovat je 80 % - 120 %.

Úrokové krytí

$$\text{Úrokové krytí} = \frac{EBIT}{\text{úroky}} \quad (2.5)$$

Jelikož si zisk před úroky a daněmi mezi sebe dělí věřitelé a vlastníci, má tento ukazatel svůj význam. Obecně se dá říci, že ukazatel úrokového krytí odráží efektivní vývoj hospodaření podniku. Optimální je hodnota vyšší než 100 % v opačném případě by to znamenalo, že si firma nevydělá ani na úroky.

Úrokové zatížení

$$\text{Úrokové zatížení} = \frac{\text{úroky}}{EBIT} \quad (2.6)$$

Tento ukazatel vyjadřuje část celkového vytvořeného efektu, který odčerpávají úroky. Čím bude ukazatel nižší, tím si firma bude moc dovolit více využívat cizí zdroje. Ukazatel se posuzuje současně s vývoje rentability a výnosnosti.

2.3.1.2 Ukazatele rentability

Rentabilita, výnosnost, neboli míra zisku je obecně definována jako poměr zisku a vloženého kapitálu. Vložený kapitál je zde považován jako výchozí kritérium hodnocení rentability. Vložený kapitál se nejčastěji vyskytuje ve třech základních formách, dle typu používaného kapitálu. Jedná se o *rentabilitu aktiv*, *rentabilitu vlastního kapitálu*, *rentabilitu dlouhodobě investovaného kapitálu*.

Rentabilita aktiv

$$ROA = \frac{EBIT}{aktiva} \quad (2.7)$$

Klíčový ukazatel ROA poměruje zisk s celkovými aktivy, které jsou investovány do podnikání, bez ohledu na jejich financování. Tento ukazatel může mít i následující podobu:

$$ROA = \frac{EAT + \text{úroky} \cdot (1-t)}{aktiva} \quad (2.8)$$

Z tohoto ukazatele vyplývá, že čistý zisk je pouze částí výsledného efektu, kdy druhou část představuje zhodnocení cizího kapitálu (odměna věřitelů).

Rentabilita dlouhodobých zdrojů

$$ROCE = \frac{EBIT}{vl.kapitál + dl.dluhy} \quad (2.9)$$

Tento ukazatel slouží k mezipodnikovému srovnání, kdy je stanoven efekt z dlouhodobých investic. Ukazatel se zabývá všeobecnou efektivností, jak vlastního tak cizího kapitálu.

Rentabilita vlastního kapitálu

$$ROE = \frac{EAT}{\text{vlastní kapitál}} \quad (2.10)$$

Rentabilita vlastního kapitálu představuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů včetně zhodnocení v zisku. Ukazatel je spjat s rentabilitou celkového kapitálu a úrokovou mírou cizího kapitálu. Ukazatel roste současně s růstem zisku, poklesem zisku úrokové míry cizích zdrojů, s klesajícím podílem vlastního kapitálu na celkovém kapitálu a v neposlední řadě kombinacemi výše uvedených skutečností. V opačném případě, kdy klesá ukazatel, může to být zapříčiněno špatně nastavenou investiční politikou (Dluhošová, 2010).

Rentabilita tržeb

$$ROS = \frac{EAT}{\text{tržby}} \quad (2.11)$$

Rentabilita tržeb je ukazatel, který je optimální pro využití mezipodnikového srovnání a také srovnání v čase. Hodnota tohoto ukazatele odráží řízení firmy, vedení dokumentace, postavení na trhu apod. Čím vyšší hodnota ukazatele, tím lepší úroveň firmy.

2.3.1.3 Ukazatele likvidity

Likvidita obecně znamená schopnost podniku dostát svým závazkům, řádně a včas uhradit nezbytné platby. Likvidita je ovlivněna rychlostí inkasa svých pohledávek, svými výrobky, strukturou zásob a možnostmi jejich prodeje.

Aby byl podnik úspěšný, je žádoucí krýt dlouhodobé dluhy v den jejich splatnosti majetkem, který je pro tyto účely vymezen.

Ukazatel celkové likvidity

$$\text{Ukazatel celkové likvidity} = \frac{\text{oběžná aktiva}}{\text{kr.závazky}} \quad (2.12)$$

Ukazatel slouží k poměrování objemu oběžných aktiv (potencionálního objemu peněžních prostředků) a objemu závazků se splatností v blízké budoucnosti. Optimální rozmezí tohoto ukazatele je 1,5 – 2,5. Provádí se srovnání s podniky obdobného charakteru nebo průměrem za odvětví. Problém tohoto ukazatele může nastat v případě, kdy nebude možné přeměnit veškerá oběžná aktiva na hotovost.

Pohotová likvidita

$$Pohotová\ likvidita = \frac{oběžná\ aktiva - zásoby}{kr.závazky} \quad (2.13)$$

Smyslem tohoto ukazatele je poměřit pohotové prostředky, tzn. pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, obchodovatelné cenné papíry a pohledávky očištěné nedobytné a pochybné ke krátkodobým závazkům. Ideální výše tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 – 1,5. Samozřejmě závisí na typu podniku, jeho strategii, na odvětví apod. Vývoj pohotové likvidity by měl být rostoucí, což by poukazovalo na zlepšující finanční situaci podniku.

Okamžitá likvidita

$$Okamžitá\ likvidita = \frac{pohotové\ platební\ prostředky}{kr.závazky} \quad (2.14)$$

Okamžitá likvidita poměřuje nejlikvidnější prostředky tj. peníze v hotovosti na účtech a šeky ke krátkodobým závazkům. Ukazatel může být nestabilní a má pouze doplňkový charakter (Dluhošová, 2010).

Ukazatel čistého pracovního kapitálu

$$\check{CPK} = Oběžná\ aktiva - krátkodobé\ závazky \quad (2.15)$$

$$\check{CPK} = Dlouhodobé\ zdroje - fixní\ aktiva \quad (2.16)$$

Čistý pracovní kapitál představuje tu část oběžného majetku přeměněného na pohotové peněžní prostředky, ze kterých jsou následně hrazeny krátkodobé závazky. Po zaplacení krátkodobých závazků je možno tyto prostředky využít k podnikovým záměrům.

2.3.1.4 Ukazatele aktivity

Mezi ukazatele relativní vázanosti kapitálu v různých formách aktiv patří doba obratu a obratovost využívané pro řízení aktiv.

Obrátka celkových aktiv

$$Obrátka\ celkových\ aktiv = \frac{tržby}{celková\ aktiva} \quad (2.17)$$

Ukazatel slouží k mezipodnikovému srovnání, kde je zaměřen na intenzitu využívání celkového majetku podniku. Čím je ukazatel vyšší, tím efektivněji společnost využívá svůj majetek.

Doba obratu aktiv

$$Doba\ obratu\ aktiv = \frac{celková\ aktiva}{tržby} \cdot 360 \quad (2.18)$$

Ukazatel vyjádřený ve dnech poukazuje na to, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv ve vztahu k tržbám. Hodnota ukazatele by měla být, co nejnížší tzn. nejkratší dobu obratu.

Obrátka zásob

$$Obrátka\ zásob = \frac{tržby}{zásoby} \quad (2.19)$$

Ukazatel zaměřený na intenzitu využívání zásob, který udává, kolikrát se v průběhu roku každá položka zásob podniku prodá a znovu uskladní.

Doba obratu zásob

$$Doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby}{tržby} \cdot 360 \quad (2.20)$$

Ukazatel udává počet dnů, po které jsou zásoby v podniku vázány do jejich vyskladnění z důvodu spotřeby nebo prodeje. Jinými slovy vyjadřuje počet dnů, za něž se zásoba promění na hotovost či pohledávku.

Obrátka pohledávek

$$Obrátka\ pohledávek = \frac{tržby}{pohledávky} \quad (2.21)$$

Obrátka pohledávek udává, kolikrát jsou pohledávky přeměněny na peněžní prostředky, které plynou z tržeb.

Doba obratu pohledávek

$$Doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky}{tržby} \cdot 360 \quad (2.22)$$

Doba obratu pohledávek odráží platební kázeň odběratelů. Má vazby na celkovou strategii řízení pohledávek. Vyjadřuje za kolik dní jsou splaceny vystavené faktury daného podniku.

Doba obratu závazků

$$Doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky}{tržby} \cdot 360 \quad (2.23)$$

Doba obratu závazků vyjadřuje za kolik dní po pořízení majetku (zásob, externích výkonů) dojde k jejich úhradě, neboli po jakou dobu firma odkládá platbu faktury svým dodavatelům.

Obrátka závazků

$$Obrátka\ závazků = \frac{tržby}{závazky} \quad (2.24)$$

Obrat závazků říká, kolikrát k výše uvedenému cyklu dojde v průběhu jednoho roku.

2.3.1.5 Ukazatele kapitálového trhu

Ukazatele kapitálového trhu slouží investorům jako přehled o návratnosti svých investic. Tyto ukazatele se liší oproti výše uvedeným poměrovým ukazatelům vstupními daty, které čerpá nejen z účetních dat, ale i z údajů kapitálového trhu. Ukazatele kapitálového trhu se vykazují u společnosti za podmínek, že má právní subjektivitu akciové společnosti, akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálovém trhu a společnost vede podvojný účetnictví (Dluhošová, 2010). Mezi nejvýznamnější ukazatele kapitálového trhu patří čistý zisk na akcii, P/E, účetní hodnota akcie.

Čistý zisk na akcii

$$EPS = \frac{EAT}{počet\ kusů\ kmen.akcií} \quad (2.25)$$

Ukazatel udává, kolik čistého zisku připadá na jednu akcii a jakou maximální výši dividend na jednu akcii je možné vyplatit. Z toho vyplývá, že čím bude hodnota tohoto ukazatel vyšší, tím investoři budou spokojenější. Čistým ziskem se v tomto případě rozumí zisk po zdanění a výplatě přednostních dividend.

P/E

$$P/E = \frac{tržní\ cena\ akcie}{čistý\ zisk\ na\ jednu\ akcii} \quad (2.26)$$

Rostoucí hodnota ukazatele P/E značí víru investorů v samotný růst zisku firmy. Na druhou stranu však nízké hodnoty tohoto ukazatele mohou být signálem k dobré příležitosti investovat. Z jiného pohledu může značně vysoká hodnota P/E znamenat, že akcie

obsahují malé riziko a s tím spojené nižší zisky, nebo to také může znamenat očekávání investorů v budoucí velký růst dividend. Nízké hodnota P/E v rámci oboru značí vyšší riziko a nízký růstový potenciál firmy (Dluhošová, 2010).

Účetní hodnota akcie

$$BV = \frac{\text{vlastní kapitál}}{\text{počet kmenových akcií}} \quad (2.27)$$

Účetní hodnota odráží výkonnost a růst podniku. Je žádoucí, aby tento ukazatel měl růstový charakter.

2.3.1.6 Index IN

Index IN podle Inky a Ivana Neumaierových z roku 1995 byl sestaven na základě souboru 1000 českých podniků a ověření vybraných matematicko-statistických modelů podnikového ratingu. Index IN neboli index důvěryhodnosti zachycuje zvláštnosti účetních výkazů a ekonomické situace v českých podmínkách. Tento index prošel již několikrát modifikací. Jako poslední v řadě byl vytvořen index IN05, který je aktualizací indexu z roku 2001, a zahrnuje data průmyslových podniků z roku 2004 (Sedláček, 2011). Index se počítá pomocí rovnice:

$$IN = 0,13 \cdot \frac{A}{CZ} + 0,04 \cdot \frac{EBIT}{U} + 3,97 \cdot \frac{EBIT}{A} + 0,21 \cdot \frac{Výnosy}{A} + 0,09 \cdot \frac{OA}{KZ+KBU}, \quad (2.28)$$

kde A znamená aktiva, CZ cizí zdroje, EBIT hospodářský výsledek před zdaněním a úroky, U nákladové úroky, OA oběžná aktiva, KZ krátkodobé závazky, KBU krátkodobý bankovní úvěry.

2.3.1.7 SWOT analýza

SWOT analýza je metoda, s jejíž pomocí je možné identifikovat silné (Strengths) a slabé (Weaknesses) stránky, příležitosti (Opportunities) a hrozby (Threats), spojené s určitým podnikem (podnikatelským záměrem). Základ této metody spočívá v klasifikaci a ohodnocení jednotlivých faktorů, které jsou rozděleny do čtyř výše uvedených skupin. Vzájemným působením faktorů silných a slabých stránek na jedné straně vůči příležitostem a hrozbám na straně druhé lze získat nové kvalitativní informace, které charakterizují a hodnotí úroveň jejich vzájemného střetu.

2.3.2 Metody a modely pro stanovení vnitřní hodnoty akcie

Při kalkulaci vnitřní hodnoty akcie lze jednotlivé metody rozdělit do několika skupin, podle toho z jakých dat vychází. V případě, že výchozím zdrojem jsou budoucí příjmy, které by mohli za určitých podmínek akcionáři obdržet a je respektována časová hodnota peněz, jedná se o *dividendové diskontní modely*, *ziskové modely* a *cash flow modely*. Další kategorii modelů jsou bilanční modely, jejichž vstupní data se nachází v účetních výkazech společnosti. Do bilančních modelů patří *účetní*, *substanční*, *likvidační* a *reprodukční hodnota*. Na základě historických dat o kurzech, tržbách, účetní hodnotě, cash flow jsou sestavovány *historické modely*, které mají pouze doplňkový charakter.

Míra růstu dividend (zisku)

Za zajímavé, často překvapivé a vyhledávané lze považovat odhady a prognózy analytiků. Přestože nemají matematický základ, dokážou předčít výsledky modelů opírající se o minulá data. Jsou však rozdílné předpovědi v krátkém a v dlouhém období. V krátkém období bývají odhady přesnější než v delším časovém horizontu. Výhoda analytických prognóz spočívá v tom, že v předpovědích se odráží aktuální informace z makroekonomického, firemního a tržního prostředí. Čím se značně odlišují od ostatních postupů, mezi které patří například historická míra růstu nebo míra růstu odvozená z finančních ukazatelů (Veselá, 2010).

Požadovaná výnosová míra

Požadovaná výnosová míra respektující časovou hodnotu peněz je nepostradatelný nástroj při stanovení vnitřní hodnoty akcie, který slouží k převodu budoucích peněžních toků a na jejich současnou hodnotu. Nejrozšířenější způsob stanovení požadované výnosové míry je pomocí modelu CAPM, kde očekávaná výnosová míra plní funkci požadované výnosové míry (k) a má následující podobu:

$$E(r_i) = R_F + \text{Beta}_i \cdot (r_m - R_F), \quad (2.29)$$

kde $E(r_i)$ je očekávaná výnosová míra produkovaná akcií i nebo *portfoliem* i , R_F představuje bezrizikovou sazbu produkovanou instrumentem s nulovým systematickým rizikem, Beta_i je beta faktor akcie i nebo *portfolia* i , r_m reprezentuje tržní výnosovou míru produkovanou tržním indexem (Veselá, 2011).

Ve zjednodušené formě se tento vztah dá zapsat jako:

$$E(r_i) = R_F + P_{RI}, \quad (2.30)$$

kde P_{RI} je riziková premie příslušná danému i -tému instrumentu nebo portfoliu.

2.3.2.1 Dividendové diskontní modely

Dividendové diskontní modely vychází z předpokladu, že vnitřní hodnota akcie je dána současnou hodnotou budoucích příjmů z analyzované akcie. Tyto příjmy jsou představovány vyplacenými dividendami a prodejním kurzem akcie. Co se týče dividend a jejich kontinuálního vývoje tak s těmi je v modelu pracováno téměř vždy, naproti tomu s prodejním kurzem se uvažuje při krátkém prodeji. Na základě zmíněných budoucích příjmů se rozlišují *dividendové diskontní modely s nekonečnou držbou a dividendové diskontní modely s konečnou držbou akcie* (Musílek, 2011).

Častěji využívanými jsou *dividendové diskontní modely s nekonečnou držbou* a to v případě, kdy se v delším časovém horizontu neuvažuje s jejich prodejem. Vnitřní hodnota je stanovena jako současná hodnota budoucích dividend v absolutních částkách nebo s růstovou mírou dividend.

Výpočet vnitřní hodnoty lze zapsat:

$$V_0 = \frac{D_1}{1+k} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{D_n}{(1+k)^n}, \quad (2.31)$$

kde V_0 je aktuální vnitřní hodnota akcie, D_1, D_2, D_3, D_n představují očekávané dividendy v jednotlivých letech držby akcie, k je požadovaná výnosová míra akcie.

Dividendové diskontní modely s konečnou držbou se využívají u akcií, u kterých je uvažován v blízké budoucnosti prodej. Budoucí příjmy jsou představovány očekávanými dividendami, které budou vypláceny v okamžiku prodeje a očekávaným kurzem při prodeji této akcie. Vztah pro stanovení vnitřní hodnoty akcie má následující tvar:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_n}{(1+k)^n} + \frac{P_N}{(1+k)^N}, \quad (2.32)$$

kde N je rovno nekonečnému číslu na konci držby akcie, V_0 je aktuální vnitřní hodnota akcie, D_1 dividendy v příštím roce, P_N představuje prodejní kurz, D_n je očekávaná

dividenda vyplácená v jednotlivých letech držby akcie, P_N představuje očekávaný prodejní kurz akcie na konci posledního roku držby akcie, k je požadovaná výnosová míra z akcie.

Jelikož společnosti prochází rozdílnými fázemi životního cyklu a jsou zařazeny do různých odvětví tak lze předpokládat odlišný vývoj dividend. Na základě těchto skutečností vznikly diskontní modely s nulovým růstem pro konstantní dividendy, jednostupňové dividendové diskontní modely s neměnnou mírou růstu (poklesu) dividend, dvoustupňové dividendové diskontní modely obsahující dvě míry růstu (poklesu) dividend, třístupňový dividendový diskontní model se třemi fázemi růstu, H-model na kombinovaný dvoustupňovým a třístupňovým dividendovým diskontním modelem (Veselá, 2011).

Jednostupňový dividendový diskontní model

Charakteristické pro tento model je, že počítá pouze s jednou neměnnou měrou výši (poklesu dividend) po celé období držby akcie. Při stanovení vnitřní hodnoty akcie se používají běžné dividendy, od kterých se s pomocí míry růstu dividend odvozuje budoucí výše dividend. Tento vztah lze zapsat následovně:

$$D_1 = D_0 \cdot (1 + g), \quad D_n = D_0 \cdot (1 + g)^n, \quad (2.33)$$

kde D_1 představuje očekávanou dividendu v dalším roce držby akcie, D_0 je dividenda vyplácená v běžném roce, g je míra růstu (poklesu) dividend, n představuje délku držby akcie a D_n je dividenda vyplácená v n -tém roce držby.

V případě jednostupňového dividendového diskontního modelu s konečnou dobou držby akcie lze vztah pro výpočet vnitřní hodnoty zapsat takto:

$$V_0 = \sum_{n=1}^N \frac{D_0 \cdot (1 + g)^n}{(1 + k)^n} + \frac{P_N}{(1 + k)^N} \quad (2.34)$$

kde N je rovno nekonečnému číslu na konci držby akcie, V_0 je aktuální vnitřní hodnota akcie, D_0 je dividenda vyplácená v běžném roce, g je míra růstu (poklesu) dividend, n představuje délku držby akcie, P_N představuje očekávaný prodejní kurz akcie na konci posledního roku držby akcie, k je požadovaná výnosová míra z akcie, n doba držby akcie.

Více využívaným modelem je jednostupňový dividendový diskontní model s nekonečnou dobou držby akcie, který je označován jako Gordonův model. Tento model využívá po celou dobu držby akcie konstantní veličiny míry růstu (poklesu) dividend

a požadovanou výnosovou míru analyzované akcie (Veselá, 2011). Při výpočtu se vychází z rovnice:

$$V_0 = \frac{D_1}{k-g} = \frac{D_0 \cdot (1+g)}{k-g}, \quad (2.35)$$

kde symboly při výpočtu jsou popsány výše.

Gordonův dividendový diskontní model lze uplatnit u společností nacházejí se ve fázi dospělosti svého životního cyklu, dále u společností z monopolních nebo regulovaných odvětví.

Dvoustupňový dividendový diskontní model

Tento model vychází z dvou rozdílných měr růstu (poklesu) dividend, kdy lze celé období držby akcie rozdělit na dvě fáze. První fáze je vždy konečná a vyjadřuje nadprůměrný (podprůměrný) růstový potenciál, kdy bývá růstová míra g_1 vyšší než ve druhé fázi. Typické pro druhou fázi je průměrný růst dividend g_2 a tato fáze je brána jako nekonečná (Musílek, 2011). Model lze zapsat následovně:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 \cdot (1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_0 \cdot (1+g_1)^T \cdot (1+g_2)}{(1+k)^T \cdot (k-g_2)}, \quad (2.36)$$

kde g_1 vyjadřuje nadprůměrnou míru růstu dividend v první fázi, g_2 je průměrná míra růstu dividend, T představuje délku první fáze, ostatní znaky jsou popsány výše.

Optimální využití této metody je pro společnosti nacházející se ve třetí fázi životního cyklu, nebo které se nachází v cyklickém odvětví a očekávají v budoucnu změnu ve výplatě dividend.

Třístupňový dividendový diskontní model

Při stanovení vnitřní hodnoty akcie s pomocí třístupňového dividendového diskontního modelu se doba držby akcie rozdělí do růstové, přechodné a průměrné fáze. Míra růstu v přechodné fázi g_t je proměnlivá, klesá z roku na rok. Míra růstu dividend v této fázi je závislá na výši nadprůměrné míry růstu g_a , průměrné míry růstu g_n a v neposlední řadě délce zmíněných fází. Na základě těchto skutečností je míra růstu dividend v jednotlivých letech přechodné fáze stanovena takto:

$$g_t = g_a - (g_a - g_n) \cdot \frac{t-A}{B-A}, \quad (2.37)$$

kde A představuje délku první (růstové) fáze, B je délka první a druhé (přechodné) fáze, t je počet let od počátku předpokládané doby držby akcie. Ostatní označení jsou zmíněna výše v textu.

Samotné stanovení vnitřní hodnoty akcie se provede pomocí vzorce:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{D_0 \cdot (1+g)^t}{(1+k)^t} + \frac{D_0 \cdot (1+g_1)^T \cdot (1+g_2)}{(1+k)^T \cdot (k-g_2)}, \quad (2.38)$$

kde D_0 představuje běžnou dividendu, vyplácenou v nultém roce držby akcie, D_{t-1} reprezentuje dividendu vyplácenou v $t-1$ roce držby akcie, D_B je dividendy vyplácena na konci druhé fáze v období B, ostatní údaje jsou uvedeny výše.

2.3.2.2 Cash flow modely

Výhodou cash flow modelů oproti ostatním modelům spočívá v tom, že pracují i s volnými peněžními prostředky, které zůstávají na úrovni společnosti po splacení závazků a výplatě dividend. Umožňují tak do hodnoty akcie zahrnout více faktorů. Mezi nejvíce používané patří *model Free Cash Flow to Equity* (dále *FCFE model*), *model Free Cash Flow to Firm* (dále jen *FCFF model*), *model upravené současné hodnoty volného cash flow* (*APV model*).

FCFE model

Model FCFE umožňuje stanovit vnitřní hodnotu akcie na úrovni akcionářů resp. majitelů společnosti. Volné peněžní prostředky jsou zde zamýšleny jako prostředky, které zůstanou akcionářům z čistého zisku po úhradě úrokových nákladů, splátek úvěrů, jistin, kupónů z emitovaných dluhopisů, a po úhradě investičních výdajů. Na druhé straně je tato hodnota navýšena o hodnotu odpisů a nově emitovaných dluhových instrumentů. Tento postup lze vyjádřit vzorcem:

$$FCFE_0 = EAT + ODP - INV - \Delta\check{CPK} - \text{splátky dluhů} + \text{nové emise dluh.instrumentů} \quad (2.40)$$

Nejtypičtější a nejčastěji využívaný cash flow model je dvoustupňový model FCFE, který je rozdělen na dvě fáze. První fáze je obvykle stanovena na několik let a druhá fáze trvá do

nekonečna (Dluhošová, 2010). V první řadě je potřeba stanovit současnou hodnotu budoucích peněžních toků a to na základě vzorce:

$$PVCF_0 = \frac{FCFE_1}{K_N - g}, \quad (2.41)$$

kde $PVCF_0$ je současná hodnota budoucích peněžních toků, FCF_1 představuje očekávané cash flow v prvním roce, K_N je požadovaná výnosová míra pro nezdluženou společnost a g reprezentuje růst peněžních toků.

Následně se vypočítá pokračující hodnota s pomocí požadované výnosové míry. Samotná vnitřní hodnota se určí na základě rovnice:

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1 + r_{e1})^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(r_{e2} - g)} \cdot (1 + r_{e1})^{-T}, \quad (2.42)$$

kde r_{e1} jsou náklady vlastního kapitálu v první fázi, r_{e2} náklady vlastního kapitálu v druhé fázi, druhý zlomek vyjadřuje tzv. pokračující hodnotu (PH), to je hodnota podniku v druhé fázi a g růst podniku v druhé fázi.

FCFF model

Tento model počítá úhrnnou hodnotu firmy, jak pro akcionáře, tak pro věřitele. Veličina FCFF je vyjádřena volnými peněžními prostředky akcionářů před zaplacením závazků z cizích zdrojů a volnými peněžními prostředky akcionářů ještě před získáním dalších cizích zdrojů v běžném období. Matematicky lze zapsat takto:

$$FCFF = EAT + úroky \cdot (1 - t) + ODP - \Delta\check{C}PK - INV \quad (2.43)$$

Jelikož FCFF model respektuje časovou hodnotu peněz tak zde budou peněžní toky převáděny na současnou hodnotu a to následně s pomocí průměrných nákladů kapitálu:

$$PVCF_0 = \frac{FCFF_1}{WACC - g}, \quad (2.44)$$

kde $WACC$ je veličina průměrných vážených nákladů kapitálu, ostatní veličiny jsou uvedeny výše.

V praxi se nejčastěji využívají vícefázové modely, které více odpovídají realitě při oceňování. Konkrétně pak dvoufázový FCFF model, který dělí rozdílné míry růstu cash flow, rozdílné vztahy mezi investičními výdaji a odpisy do dvou fází (Dluhošová, 2010).

$$V_0 = \sum_{t=1}^T \frac{FCFE_t}{(1+WACC_1)^t} + \frac{FCFE_{T+1}}{(WACC_2 - g)} \cdot (1+WACC_1)^{-T}, \quad (2.45)$$

kde $WACC_1$ jsou vážené průměrné náklady kapitálu v první fázi, $WACC_2$ představují vážené průměrné náklady kapitálu v druhé fázi, druhý zlomek je PH resp. hodnota ve druhé fázi, g je růst společnosti ve druhé fázi.

2.3.2.3 Historické modely

Historický model pracuje s daty minulého vývoje akciového kurzu, tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Jelikož zde není respektována časová hodnota peněz tak nedochází k diskontování na současnou hodnotu. Při postupu se nejprve zprůměruje minulý vývoj výše uvedených veličin a následně se vytváří historické poměry průměrného akciového kurzu k průměrným hodnotám zbývajících veličin. V posledním kroku se historické poměry násobí příslušnou očekávanou veličinou tržeb, dividend, účetní hodnoty a cash flow. Tak je vypočítána vnitřní hodnota dané akcie, která v sobě zahrnuje minulý vývoj i očekávání do budoucna (Veselá, 2011).

Model P/S

$$(P/S)_H = \frac{P_A}{S_A} \quad V_0 = (P/S)_H \cdot S_1, \quad (2.46)$$

kde $(P/S)_H$ je historický poměr cena/tržby, P_A je průměrný historický tržní kurz akcie, S_A představuje průměrnou historickou výši tržeb na jednu akcii, V_0 představuje běžnou vnitřní hodnotu akcie, S_1 je očekávaná výše tržeb pro další rok.

Model P/D

$$(P/D)_H = \frac{P_A}{D_A} \quad V_0 = (P/D)_H \cdot D_1, \quad (2.47)$$

kde $(P/D)_H$ je historický poměr kurz/dividenda, P_A je průměrný historický tržní kurz akcie, D_A představuje průměrnou historickou výši dividend na jednu akcii, V_0 je vnitřní hodnota akcie, D_1 je očekávané výše dividend na akcii v příštím roce.

Model P/BV

$$(P/BV)_H = \frac{P_A}{BV_A} \quad V_0 = (P/BV)_H \cdot BV_1, \quad (2.48)$$

kde $(P/BV)_H$ je historický poměr kurz/účetní hodnota, P_A je průměrný historický tržní kurz akcie, BV_A představuje průměrnou historickou úroveň účetní hodnoty na jednu akcii, V_0 je vnitřní hodnota akcie, BV_I je očekávané výše účetní hodnoty na akcii v dalším roce.

Model P/CF

$$(P/CF)_H = \frac{P_A}{CF_A} \qquad V_0 = (P/CF)_H \cdot CF_I, \qquad (2.49)$$

kde $(P/CF)_H$ představuje historický poměr kurz/cash flow, P_A je průměrný historický tržní kurz akcie, CF_A představuje průměrnou historickou úroveň cash flow vztaženou na jednu akcii, V_0 je vnitřní hodnota akcie, CF_I je očekávané výše cash flow na akcii v dalším roce.

2.3.2.4 Bilanční modely

Bilanční modely představují soubor metod, které při stanovování vnitřní hodnoty akcie, vychází z účetních výkazů společnosti. Tyto modely zpravidla nerespektují časovou hodnotu peněz. Mezi bilanční modely, které se liší vypovídací schopností, postupem a četností využívání, patří *účetní hodnota*, *substanční hodnota*, *likvidační hodnota*, *reprodukční hodnota* (Veselá, 2011).

Účetní hodnota

Výhodou metody účetní hodnoty je v tom, že je snadné ji spočítat na základě nenáročnosti na vstupní data, kdy se nejprve zjistí rozdíl mezi aktivy a cizím kapitálem společnosti a tento rozdíl se následně vydělí celkovým počtem emitovaných akcií. Výsledná účetní hodnota je zde v roli vnitřní hodnoty akcie. Na druhou stranu k jejím nedostatkům patří, že aktiva jsou v historických cenách, což neodpovídá aktuálnímu datu odhodnocení (současnosti) a také nevypovídá nic o budoucích výnosových perspektivách. V rámci praktické části je využita při stanovení vnitřní hodnoty akcie právě účetní hodnota.

Substanční hodnota

Podstatou substanční hodnoty je, že přeceňuje položky v účetní hodnotě aktuálními tržními cenami a přehodnocuje je v souvislosti s budoucím využitím. Jedná se o aktiva, která budou tvořit výnosy v budoucnosti. Na základě přiřazení vah aktivům v bilanci je vypočítán součin, který je nakonec sumarizován. Dále do substanční hodnoty musí být zahrnována hodnota nehmotného majetku nevykazovaného v bilanci – goodwill, hodnota managementu, podnikové kultury, kvalifikace, kvalifikace zaměstnanců, patentů, licencí apod. Při výpočtu

jsou těmto položkám přiřazeny koeficienty významnosti a následně sečteny. Stanovení substanční hodnoty je na základě součinu dvou výše zmíněných hodnot a vydělením počtem emitovaných akcií je stanovena samotná vnitřní hodnota akcie.

Likvidační hodnota

Likvidační hodnotou se rozumí množství peněžní prostředků, které by společnost získala, kdyby ukončila svoji činnost a rozprodala svůj majetek, zaplatila dluhy včetně likvidačních nákladů. Likvidační hodnota je synonymem pro dolní hranici pohybu tržního kurzu akcie.

Reprodukční hodnota

Reprodukční hodnota je dána rozdílem mezi reprodukční hodnotou aktiv a reprodukční hodnotou cizích zdrojů dané společnosti. Stěžejní roli v tomto případě hrají reprodukční náklady, které je nutno vynaložit na znovupořízení aktiv v současných cenách. Reprodukční hodnota nejčastěji slouží při kalkulaci ukazatele Tobinova q , který je vyjádřen poměrem akciového kurzu a reprodukční hodnoty na akcii.

2.3.2.5 Ziskové modely

Jak již z názvu vyplývá, ziskové modely pracují s veličinou čistého zisku. Dochází zde k nejrůznější úpravě či rozkladům této veličiny. Výhodou ziskových modelů je, že respektují časovou hodnotu peněz. Ze ziskových modelů lze vyjádřit různé ukazatele kapitálového trhu, jako např. *P/E ratio*, *P/BV ratio*, *P/S ratio*.

Metody založené na ukazateli P/E ratio

Ukazatel P/E se řadí k často využívaným ukazatelům, se kterým je možné se setkat v oblasti burzovníctví. Jelikož je tento ukazatel dán poměrem mezi kurzem akcie a čistým ziskem, tak udává kolik korun je investor ochoten zaplatit za korunu zisku vyprodukovaného společností. Ukazatel P/E lze rozlišovat z hlediska použitého zisku a kurzu (Veselá, 2011).

Běžné P/E ratio poskytuje investorovi primární informaci o akcii, jelikož poměruje aktuální kurz akcie a poslední zveřejněný zisk společnosti. Často se vyskytuje na kurzovních listcích.

Normální P/E vychází z Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu s konstantním růstem. Na základě předpokladu, že je zisk ve společnosti rozdělen na výplatu dividend a zadržený zisk na úrovni společnosti, lze matematicky zapsat:

$$(P/E)_N = P_0/E_1 = \frac{p}{k-g}, \quad V_0 = (P/E)_N \cdot E_1, \quad (2.50)$$

kde $(P/E)_N$ je ukazatel normálního P/E ratio, jenž je dán podílem mezi běžnou cenou a očekávaným čistým ziskem na akcii, P_0 udává běžný kurz správně oceněné akcie, E_1 je očekávaný zisk v dalším období, p představuje dividendový výplatní poměr, který lze vypočítat D_1/E_1 , k je požadovaná výnosová míra, g představuje míru růstu zisku, V_0 je aktuální vnitřní hodnota akcie.

Sharpovo P/E ratio také vychází z Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu s konstantním růstem, ale liší se oproti předchozímu modelu v poslední části výpočtu, kdy je celá rovnice vydělena veličinou čistého běžného zisku na akcii (E_0). Ve výsledku se Sharpovo P/E ratio rovná poměru mezi běžnou vnitřní hodnotou akcie a běžným čistým ziskem na akcii E_0 , který lze zapsat vzorcem:

$$V_0/E_0 = \frac{p \cdot (1+g)}{k-g}, \quad (2.51)$$

kde V_0/E_0 představuje Sharpovo P/E ratio, které je rovněž vnitřní hodnotou akcie v relativním vyjádření, ostatní znaky jsou uvedeny výše.

Historické P/E ratio představuje poměr mezi historickými (zprůměrovanými) daty o akciových kurzech a čistým ziskem. Zjištěnou hodnotu historického P/E ratio lze porovnat s ukazatelem běžné P/E ratio a na základě toho posoudit, zda je hodnota běžného P/E ratio nad nebo pod historickou úrovní. Nicméně tento ukazatel má pouze doplňkový charakter a slouží pouze k dokreslení situace.

3 GLOBÁLNÍ A ODVĚTVOVÁ ANALÝZA

Tato kapitola se zabývá jednotlivými makroekonomickými a odvětvovými faktory v závislosti na působení na akciové kurzy.

3.1 Globální analýza

Globální analýza zkoumá vztahy mezi makroekonomickými veličinami a akciovými kurzy. Cílem globální analýzy je zjistit, jak jednotlivé makroekonomické veličiny působí na akciové kurzy a stanovit prognózy akciového trhu.

Za makroekonomické veličiny, které ovlivňují akciové kurzy lze považovat HDP, úrokové sazby, inflaci, fiskální veličiny, postavení koruny a další. Vývoj akciového kurzu ČEZ je stanoven z čtvrtletních dat získaných pomocí aritmetického průměru denních uzavíracích kurzů.¹ Na základě získaných hodnot se následně spočítá procentní změna akciového kurzu vůči čtvrtletí minulého roku. Aby bylo možné vyjádřit vztah jednotlivých makroekonomických veličin s akciovým titulem ČEZ, jsou i tato čtvrtletní data v reálném vyjádření.

3.1.1 Reálný výstup ekonomiky

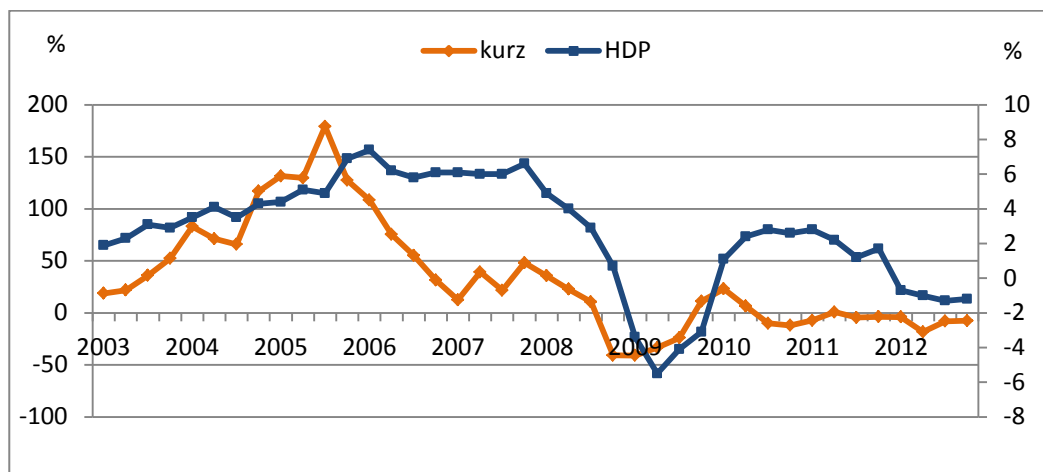
Graf 3.1 porovnává vývoj akciového kurzu ČEZ s vývojem HDP². Z grafu je možné vidět, v teoretické části popsanou skutečnost, že akciové kurzy v krátkodobém a střednědobém časovém výhledu předbíhají vývoj HDP. V roce 2008 je možné sledovat propad akciového kurzu a následně HDP. Zpomalení růstu HDP v prvním čtvrtletí bylo zapříčiněno zpomalením růstu poptávky po produkci pro konečnou spotřebu. Ve druhém čtvrtletí došlo k dalšímu zpomalení v důsledku postupného posilování kurzu koruny a poklesu směnných relací související především s vývojem cen komodit (zejména ropy), což spolu s ekonomickými problémy největšího obchodního partnera, německé ekonomiky, působilo v úhrnu negativně na hospodaření podnikové sféry. Obdobný trend panoval i ve třetím čtvrtletí, kdy s výše uvedenou situací rostly odbytové potíže exportně orientovaných výrobců.

¹ <http://www.akcie.cz/kurzy-cz/historie/akcie-11392-cez/>

² Zdroj: www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-hdp

V posledním čtvrtletí 2008 vyústily hluboké globální změny, vyvolané finanční krizí.³ Rok 2010 byl ve znamení mírného oživení, po kterém následoval opět propad do recese. V letech 2013 a 2014 se dle ČNB očekává slabší vývoj HDP.

Graf 3.1 Vývoj akciového kurzu ČEZ a HDP v letech 2003 – 2012



Zdroj: www.akcie.cz, www.czso.cz, vlastní zpracování

Tab.3.1 Predikce HDP v %

	Predikce		
Rok	2013	2014	2015
HDP	-0,6	0	0,4

3.1.2 Úrokové sazby

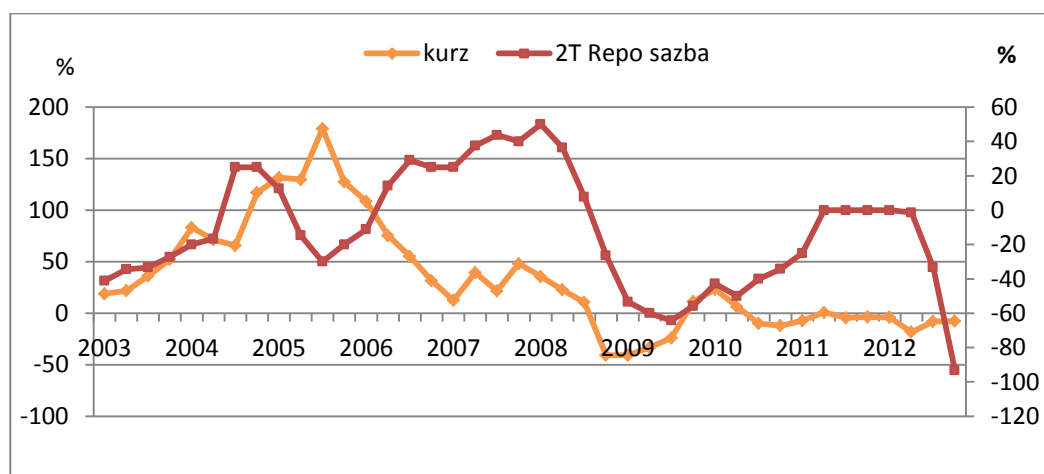
Graf 3.2 znázorňuje inverzní vztah 2T Repo sazby vyjádřené jako změna sazby za jednotlivá čtvrtletí⁴ a akciového kurzu ČEZ. Z tohoto grafu vyplývá, že nejvyšší 2T Repo sazba byla dosažena v prvním čtvrtletí roku 2008 ve výši 3,75 %. Ve srovnání s prvním čtvrtletním roku 2007 to znamenalo dvojnásobný růst. S nástupem recese, která je zapříčiněna světovou krizí však začaly úrokové sazby klesat jako reakce centrální banky na podporu své ekonomiky. V roce 2011 a počátkem roku 2012 se úroková sazba ustálila na 0,75 %. Koncem

³ Zdroj: www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/chdp031109.xls

⁴ Zdroj: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.PARAMETRY_SESTAVY?p_sestuid=377&p_strid=AAF&p_lang=CS

roku 2012 bankovní rada České národní banky rozhodla snížit dvoutýdenní repo sazbu o 20 bazických bodů na rekordní minimum 0,05 %, kde s největší pravděpodobností zůstane v delším časovém horizontu. Zřejmým důvodem pro uvolnění měnové politiky je, že Česká ekonomika se již přes rok potýká s recesí, která nepovoluje.⁵ Predikce úrokových sazeb Ministerstva financí obsahuje Příloha č. 2.

Graf 3.2 Vývoj akciového kurzu ČEZ a 2T Repo sazby v letech 2003 - 2015



Zdroj: www.akcie.cz, www.cnb.cz/STAT.ARADY, vlastní zpracování

Tab. 3.2 Predikce 2T Repo sazby v %

Rok	Predikce		
	2013	2014	2015
2T Repo sazba	0,05	0,05	0,06

3.1.3 Inflace

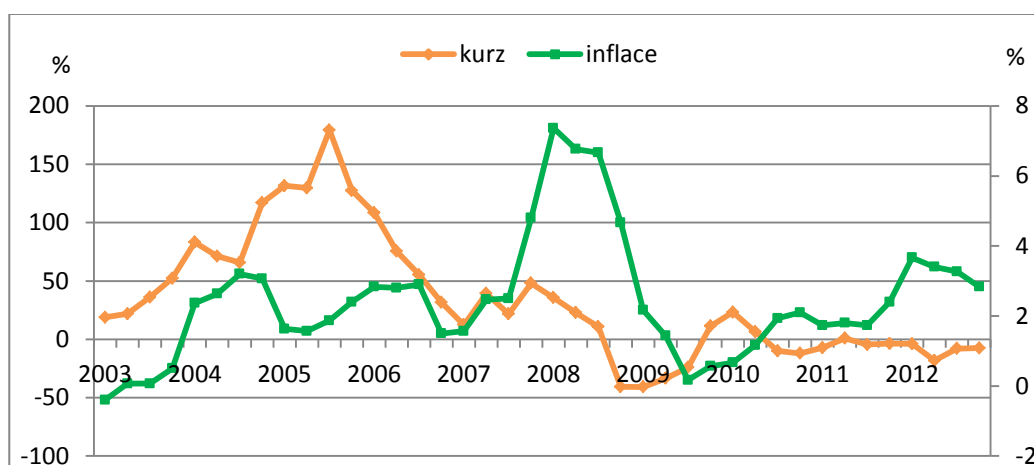
Graf 3.3 zobrazuje negativní vztah mezi inflací⁶ a akciovým kurzem společnosti ČEZ. Nejvýraznější nárůst inflace byl zaznamenán na konci roku 2007, kdy na zrychlení cenového růstu se podílely ceny v oddíle potraviny a nealkoholické nápoje, alkoholické nápoje a tabák,

⁵Zdroj: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2188041/cnb-srazil-a-sazby-k-nule-a-necha-je-tam-v-delsim-horizontu-ceka-horsi-vyvoj-hdp-ale-intervenci-zatim-neoznamila-komentar.html>

⁶Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-isc>

doprava, stravování a ubytování. V roce 2008 se růst inflace postupně zpomaloval. Ještě ve druhém čtvrtletí došlo k výraznějšímu růstu pohonných hmot. Již ve třetím čtvrtletí zaznamenala hladina spotřebitelských cen nulový růst, což je hodnota zjištěná naposledy v září 2003. Tento vývoj ovlivnily zejména ceny v oddíle alkoholických nápojů a tabáku, kde došlo ke zmírnění meziročního růstu cen tabákových výrobků vlivem zvýšení cen cigaret v loňském roce. Zmírnění cenového růstu nastalo i v oddíle vzdělávání.⁷ V následujících letech došlo k mírnému zrychlení růstu cenové hladiny a to až do počátku roku 2012. V roce 2013 se předpokládá inflace v rozmezí od 3,0 % do 2,3 %. Na začátku roku 2014 by inflace podle odhadů ČNB měla činit 1,6 % a růst by měl během roku zpomalit.⁸

Graf 3.3 Vývoj akciového kurzu a inflace v letech 2003 - 2013



Zdroj: www.akcie.cz, www.kurzy.cz, vlastní zpracování

Tab.3.3 Predikce inflace v %

	Predikce		
Rok	2013	2014	2015
Inflace	2,3	1,5	2

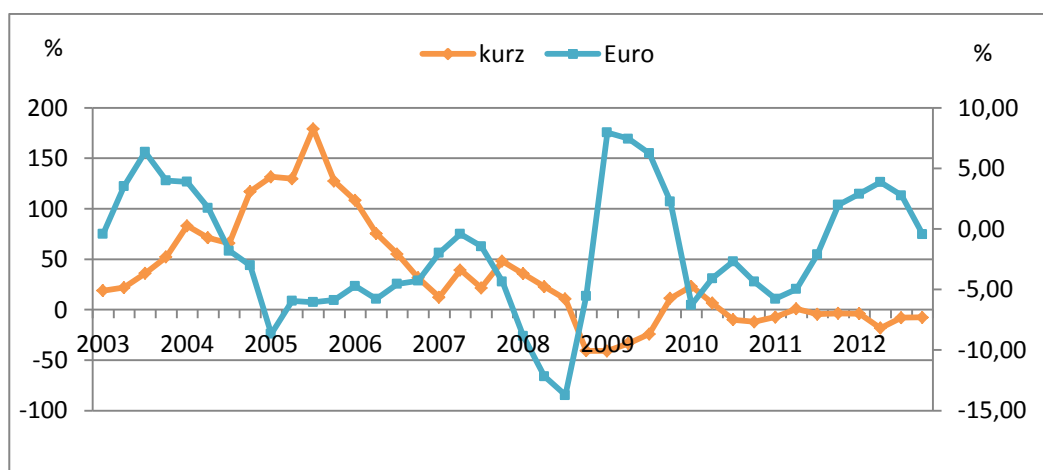
⁷ Zdroj: <http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cisc100909.doc>

⁸ Zdroj: <http://www.investia.cz/inflace>

3.1.4 Devizový kurz

Vztah mezi vývojem eura⁹ a akciovým kurzem společnosti ČEZ lze sledovat v Grafu 3.4. Koncem roku 2013 by se kurz CZK/EUR měl přiblížit hodnotám z konce minulého roku, tedy 25.50 CZK/EUR. Z delšího časového hlediska však má koruna stále potenciál posilovat, tzn., že v příštích letech se dá očekávat oslabení eura.¹⁰ Pro srovnání predikce eura dle Ministerstva financí je uvedena v příloze č. 2.

Graf 3.4 Vývoj akciového kurzu a eura v letech 2003 - 2015



Zdroj: www.akcie.cz, www.cnb.cz, vlastní zpracování

Tab.3.4 Predikce CZK/EUR

Predikce			
Rok	2013	2014	2015
CZK/EUR	24,97	24,71	24,88

⁹ Zdroj: http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR

¹⁰ Zdroj: <http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2153836/jaky-bude-prumerny-kurz-czkeur-pristi-rok.html>

3.1.5 Daňové příjmy

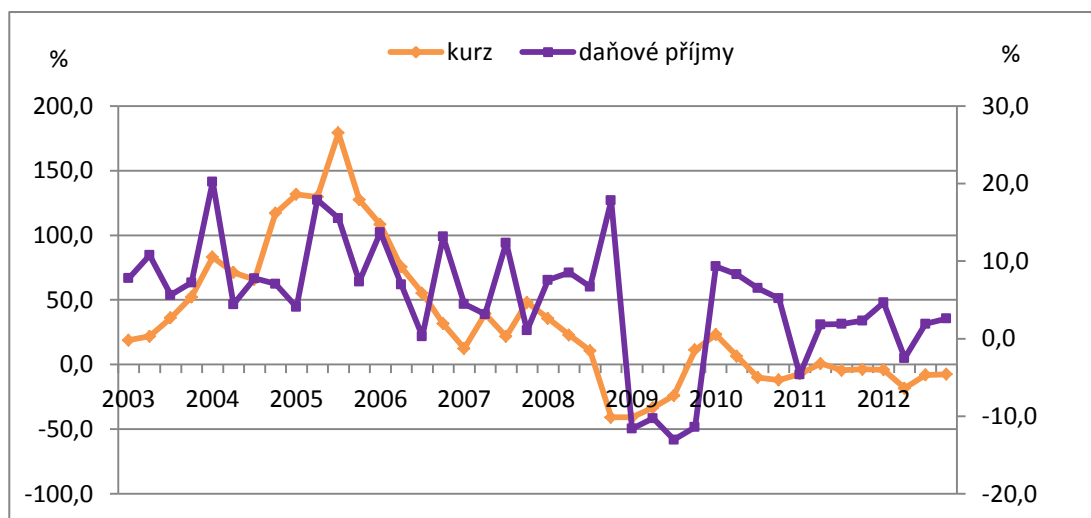
Graf 3.4 zobrazuje vývoj daňových příjmů¹¹ a vývoj akciového titulu ČEZ. Výraznější pokles daňových příjmů lze sledovat v roce 2009, kdy celkové skutečné příjmy státního rozpočtu dosáhly výše 974,6 mld. Kč. Meziročně klesly celkové příjmy o 89,3 mld. Kč, tj. o 8,4 %. Na jejich snížení se podílely především příjmy z daní a poplatků, které se snížily o 59,0 mld. Kč, tj. o 10,8 %. Z toho se snížilo především inkaso daní právnických osob ve výši 43,8 mld. Kč, tj. pokles o 34,5 % a dále inkaso daní fyzických osob o 9,3 mld. Kč (pokles o 9,8 %). Příjmy z pojistného na sociální zabezpečení klesly o 37,6 mld. Kč, (o 9,8%).¹² Do budoucna se bude očekávat růst daňových příjmů v souvislosti s cílem vlády snížit schodek veřejných financí pod 3 % HDP. Schválené daňové změny mají vstoupit v účinnost roku 2013 s tím, že některé změny mají mít ale jen omezenou účinnost, a to po dobu mezi lety 2013 až 2015. Jedná se například o zvýšení daně z převodu nemovitosti, zvýšení srážkové daně z příjmů vůči daňovým rájům, zvýšení sazeb daně z přidané hodnoty. V letech 2013 až 2015 budou zvýšeny sazby daně z přidané hodnoty o 1 procentní bod. na 21 % a snížená sazba daně bude ve výši 15 %.¹³

¹¹ Zdroj: http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.VYSTUP?p_period=3&p_sort=1&p_des=50&p_estuid=1410&p_uka=14&p_strid=BA&p_od=200201&p_do=201302&p_lang=CS&p_format=0&p_d ecsep=%2C

¹² Zdroj: http://www.mfcr.cz/cps/rde/xbcr/mfcr/SZU2009_C_II_pdf.pdf

¹³ Zdroj: <http://www.money.cz/ucetni-a-danovy-servis/danove-zmeny-schvalene-vladou-od-roku-2013/>

Graf 3.5 Vývoj akciového kurzu a daňových příjmů v letech 2003 – 2015



Zdroj: www.akcie.cz, www.cnb.cz, vlastní zpracování

Tab. 3.5 Predikce daňových příjmů v mld. Kč

	Predikce		
Rok	2013	2014	2015
Daňové příjmy	740,2	743,41	748,96

3.2 Odvětvová analýza

Úkolem odvětvové analýzy je zjistit, jak jednotlivé odvětvové rysy ovlivní výši a stabilitu zisků a tržeb společnosti ČEZ, které přispívají ke stanovení vnitřní hodnoty akcie. Odvětvová analýza dále posuzuje životní cyklus odvětví, citlivost odvětví na hospodářský cyklus, tržní strukturu odvětví a role regulačních orgánů.

3.2.1 Životní cyklus odvětví

Životní cyklus odvětví je rozdělen do třech etap dle rozdílného vývoje zisků, tržeb a akciových kurzů uvedených v Grafu 2.1. Počáteční pionýrská etapa je charakterizována rostoucí poptávkou po nových či inovovaných produktech doprovázena kolísavostí zisků, tržeb, vnitřní hodnoty akcie a akciového kurzu. Ve druhé etapě rozvoje dochází k umírnění kolísavosti, přestože zisky a tržby stále rostou. Poslední etapa představuje stabilní vývoj zisků, tržeb, vnitřní hodnoty a akciových kurzů.

Na základě výše uvedených skutečností a Obr. č. 2.1 lze konstatovat, že společnost ČEZ se nachází ve fázi stabilizace. Tento fakt dokládá i Tab. 3.6.

Tab. 3.6 Vývoj čistého zisku a tržeb v letech 2002 – 2012

	2002	2004	2006	2008	2010	2012
čistý zisk	8 421	14 268	28 756	47 351	47 158	40 153
%, r/r	-	28,42%	50,38%	39,27%	-0,41%	-17,45%
tržby	55 578	102 670	159 580	181 638	198 848	215 095
%, r/r	-	17,39%	35,66%	12,14%	8,65%	7,55%

V rámci budoucího vývoje tržeb a čistého zisku se předpokládá ještě větší zmírnění meziročních výkyvů uvedených veličin, viz Tab. 3.7.¹⁴

Tab. 3.7 Vývoj čistého zisku a tržeb v letech 2013 – 2015

	2013	2014	2015
čistý zisk	39600	36100	36000
%, r/r	-1,40%	-9,70%	-0,28%
tržby	217 328	219 108	222 471
%, r/r	-0,14%	0,32%	0,23%

3.2.2 Citlivost odvětví na hospodářský cyklus

Na základě citlivosti tržeb, zisků a akciových kurzů na průběh hospodářského cyklu jsou odvětví rozděleny na cyklická, neutrální a anticyklická. V případě cyklického odvětví je vývoj zisků, tržeb a akciových kurzů téměř stejný jako vývoj hospodářského cyklu, kdy nejvyšší hodnoty jsou naměřeny ve fázi konjunktury a nejnižší v recesi. Neutrální odvětví se vyznačuje produkcí nezbytných výrobků a služeb, tzn., že poptávka zůstává na své úrovni. Anticyklické odvětví je charakteristické produkcí levnější zastupitelných substitutů, kdy nejvyšší zisky a tržby jsou naměřeny v období recese.

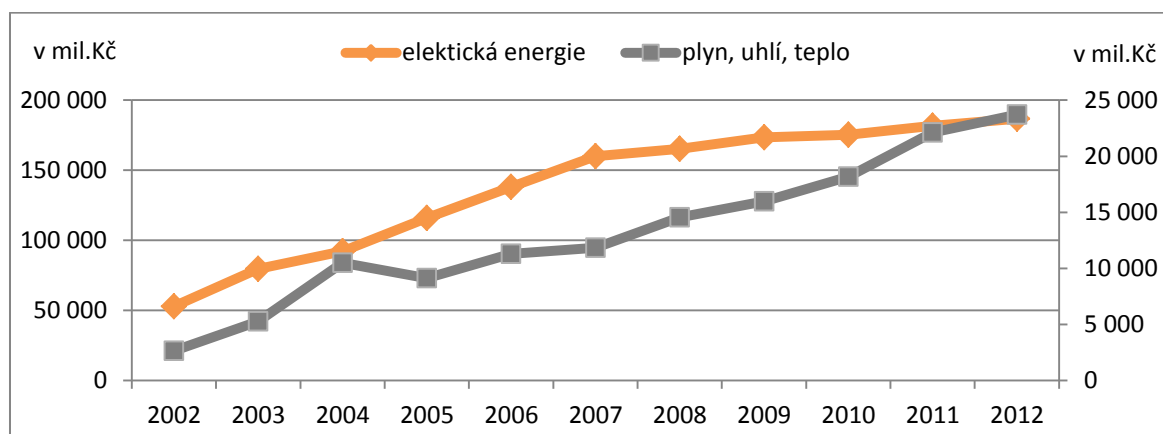
¹⁴ Zdroj: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html#kontejner>

Graf 3.6 udává vývoj tržeb z prodeje produktů společnosti ČEZ. Z grafu je patrný prudký vývoj tržeb v letech 2002 až 2007 zapříčiněný rostoucí poptávkou po elektrické energii právě této společnosti. Od roku 2008 až do současnosti dochází k zmírnění růstu tržeb v souvislosti s nástupem zahraniční konkurence a pozvolné zdražování cen elektrické energie na trhu. Za deset let ceny elektrické energie na tuzemském trhu vzrostly ročně o necelých 8 %.¹⁵

Společnost ČEZ se zabývá prodejem plynu od roku 2009, kdy již v roce 2010 lze sledovat výraznější nárůst tržeb z prodeje tepla, uhlí a plynu. Do budoucna tato společnost chce zaujmout větší podíl na trhu s prodejem plynu.

Na základě vývoje tržeb v souvislosti s poptávkou po produktech společnosti ČEZ lze tuto společnost zařadit do cyklického odvětví. Do budoucna se společnost bude snažit o stabilní vývoj poptávky po elektrické energii a rostoucí trend v oblasti prodeje plynu.

Graf 3.6 Vývoj tržeb elektrické energie a plynu, uhlí a tepla v letech 2002 - 2012

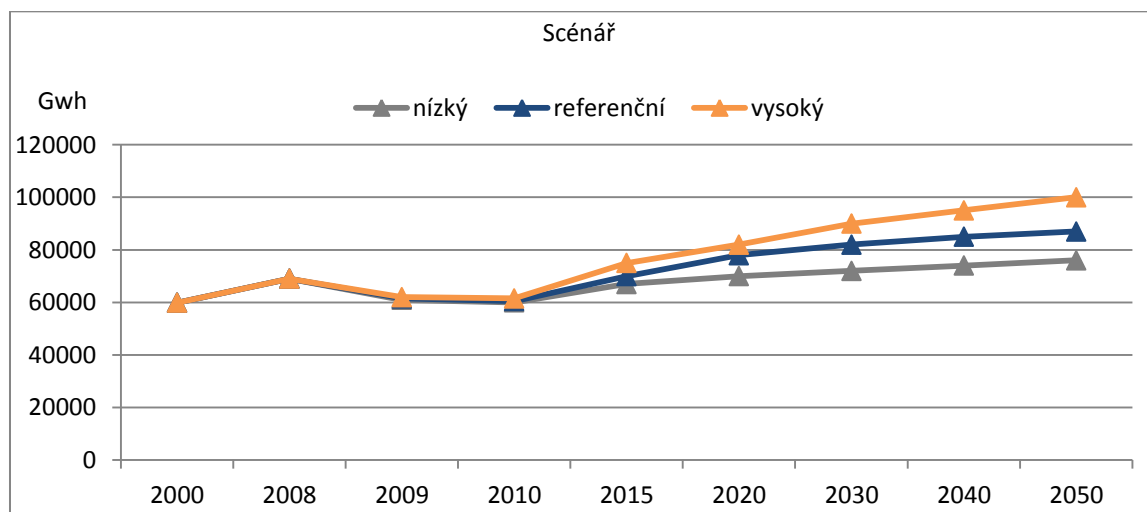


Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

¹⁵ Zdroj: <http://www.4u-therm.cz/zakladni-informace-kolik-bude-stat-topeni-TC.php>

Budoucí vývoj poptávky je ovlivněn očekávanou spotřebou elektřiny. V delším časovém období se předpokládá růst spotřeby elektřiny a to i přes aktuální meziroční pokles spotřeby zapříčiněný globální ekonomickou krizí. Spolu s hospodářským oživením jsou nasimulovány tři scénáře vývoje spotřeby elektrické energie a to do roku 2050, viz Graf 3.7.¹⁶

Graf 3.7 Predikce brutto spotřeby elektrické energie v ČR do r. 2050



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

3.2.3 Tržní struktura odvětví

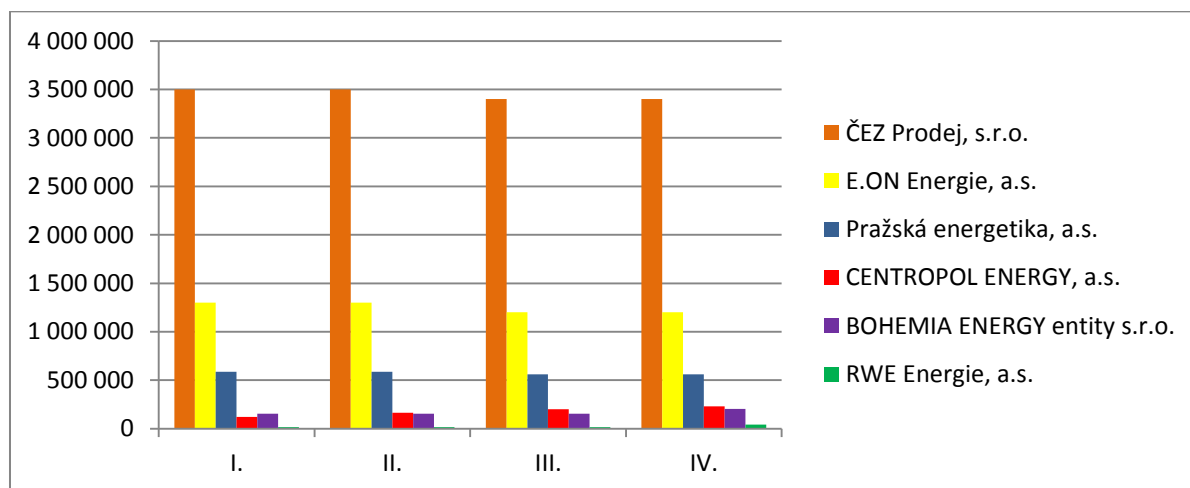
Tržní struktura je určena na základě kritérií, mezi které patří počet firem v odvětví, charakter vyráběných produktů, existující či neexistující překážky vstupu do odvětví a způsob tvorby cen v odvětví. Při posuzování jednotlivých kritérií rozlišujeme dokonalou konkurenci, monopol, oligopol a monopolistickou konkurenci.

Od roku 2010 lze na českém energetickém trhu sledovat trend, kdy odběratelé, převážně z řad domácností, odchází od velkých gigantických společností a uzavírají smlouvy u menších alternativních společností. Obdobný vývoj nastal i v sousedním Německu několik let před tím. Je to zapříčiněno výhodnějšími podmínkami, které menší alternativní výrobci energie poskytují vůči velkým společnostem. V krátkodobém horizontu se dá předpokládat, že

¹⁶ Zdroj: <http://www.cez.cz/cs/vyroba-elektřiny/zvazovana-dostavba-elektrarny-temelin/duvody-dostavby.html#kontejner>

tento trend bude pokračovat. Avšak po stabilizaci trhu, energetičtí analytici prognózují¹⁷, že přijde fáze, kdy si budou konkurovat i menší alternativní společnosti navzájem. Tento trend zachycuje Graf 3.8 vycházející z průměrného počtu zákazníků společností ČEZ, E.ON Energie, Pražská energetika a alternativních společností Centropol Enregy, Bohemia Energy a společnost RWE.

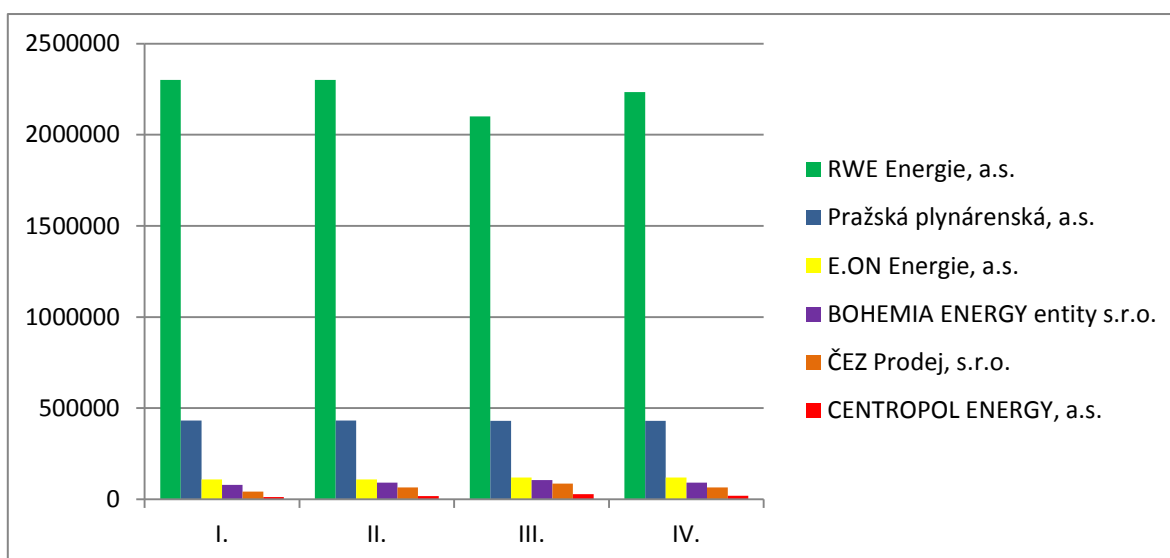
Tab. 3.8 Průměrný počet zákazníků u jednotlivých dodavatelů elektrické energie na tuzemském trhu



Co se týče tuzemského trhu s prodejem plynu tak společnost ČEZ se snaží o stále rostoucí tendenci, co do počtu nových zákazníků. V minulém roce se společnosti ČEZ podařilo získat stotisíc nových zákazníků a tak se stala společně s Bohemia Energy největšími alternativními dodavateli plynu v České republice. Nejvíce zákazníků přešlo od dominantní společnosti RWE. Dalšími významnými giganty v prodeji plynu jsou Pražská plynárenská a E.ON Energie. Tento vývoj udává Graf 3.9.

¹⁷ Zdroj: Jiří Gavor – energetický analytik

Tab. 3.9 Průměrný počet zákazníků u jednotlivých dodavatelů plynu na tuzemském trhu



Za největší konkurenci společnosti ČEZ lze brát:

PRE

Historie Pražské energetiky sahá až do roku 1897, kdy hlavním úkolem této společnosti byla dodávka elektřiny, osvětlení ulic a provoz tramvají pro hlavní město Praha. V průběhu let se z tohoto subjektu vyvinul moderní podnik zaměřený na zákazníky. Skupina PRE se sídlem v Praze se řadí k třetímu největšímu dodavateli elektřiny v České republice.

RWE

RWE patří mezi pět největších evropských elektrárenských a plynárenských společností. Svoji činnost zaměřuje na výrobu, obchod, přepravu a zásobování elektřinou a plynem. RWE v rámci evropského působení dodává elektřinu pro více než 16 milionům zákazníků a plyn pro 8 milionům zákazníků.

Bohemia Energy

Společnost Bohemia Energy působí na českém trhu od roku 2005, kdy dodávala elektrickou energii malým a středním podnikům. O rok později rozšířila svoji nabídku i pro domácnost. V roce 2008 společnost získala licenci pro obchodování s plynem. V současnosti má společnost přes 400 tisíc zákazníků.

E.ON

Dalším dodavatelem energické energie pro Českou republiku je společnost E.ON, a to od roku 1998. Společnost zajišťuje elektřinu pro 1,2 milion zákazníků. Co se týče zemního plynu, zásobuje více než 110 000 zákazníků, a to převážně v jižních Čechách a na jižní Moravě.

Na základě výše zmíněných skutečností a po prozkoumání jednotlivých atributů uvedených v Tab. 3.3 lze jednoznačně konstatovat, že společnost ČEZ v současnosti patří do oligopolní tržní struktury.

3.2.4 Role regulatorních orgánů

Každé odvětví je vystaveno regulaci ze strany zákonodárců. Tato regulace se však liší v jednotlivých odvětvích dle způsobu či použité metody. To má za následek diferenciaci zisku a akciových kurzů v odvětví. Mezi tyto regulační opatření patří omezování vstupu do odvětví udělováním licencí, stanovení cenových stropů, udělování pokut a sankcí společností, stanovení základních pravidel hospodářské soutěže, apod.

Výkon veřejné správy v energetickém sektoru má v pravomoci Ministerstvo průmyslu a obchodu, Energetický regulační úřad a Státní energetická inspekce.

Ministerstvo průmyslu a obchodu ČR, jakožto ústřední orgán státní správy v odvětví energetiky, vydává státní souhlas s výstavbou nových energetických zdrojů, zpracovává státní energetickou koncepci a zajišťuje plnění závazků vyplývajících z mezinárodních smluv.

Úkolem Energetického regulačního úřadu je zajišťovat regulaci energetického odvětví v České republice, podporovat hospodářskou soutěž a chránit zájmy odběratelů v těch oblastech, kde není možná konkurence. Energetický regulační úřad vydává licence, ukládá povinnost dodávek nad rámec licence, dále povinnost poskytnout v případě naléhavé potřeby za úhradu energetická zařízení jinému držiteli licence pro převzetí povinnosti dodávek nad rámec licence a provádí regulaci cen podle zvláštních právních předpisů.

Státní energetická inspekce vykonává dohled nad fungováním energetického odvětví. Všichni odběratelé mají možnost nakupovat elektrickou energii od jakéhokoli dodavatele.

4 FIREMNÍ ANALÝZA VYBRANÉ SPOLEČNOSTI A STANOVENÍ VNITŘNÍ HODNOTY AKCIE

Fundamentální analýza se skládá z analýzy firemního prostředí včetně postavení společnosti na trhu, finanční analýzy, SWOT analýzy a oceňovacích metod zvolených pro stanovení vnitřní hodnoty akcie.

4.1 Charakteristika společnosti ČEZ, a. s.

Akciová společnost ČEZ byla založena v roce 1992 Fondem národního majetku ČR a byla zapsána v obchodním rejstříku vedeném městským soudem v Praze, oddíl B. Hlavním akcionářem se stala Česká republika. Správa jejího akciového podílu je vykonávána prostřednictvím Ministerstva financí České republiky.

Společnosti ČEZ, a. s. se primárně zabývá *výrobou a prodejem elektřiny* a s tím související podporou elektrizační soustavy. Zároveň provozuje *výrobu, rozvod a prodej tepla*. Současným generálním ředitelem je Ing. Daniel Beneš, MBA. Společnosti Skupiny ČEZ zaměstnávají téměř 33 tisíc zaměstnanců na více než tisíce různých pracovních pozicích v oblastech výroby, distribuce a prodeje elektrické i tepelné energie, těžby uhlí, oblast telekomunikací, informatiky, jaderného výzkumu, projektování, výstavby a údržby energetických zařízení, těžby surovin nebo zpracování vedlejších energetických produktů.

ČEZ se může chlubit ratingem v elitní kategorii A, konkrétně A- od ratingové agentury Standard & Poor's a A2 od agentury Moody's. Za největší konkurenty společnosti ČEZ, a. s. lze považovat E.ON a RWE. Podíl Skupiny ČEZ na českém trhu s elektřinou pro koncové zákazníky činí v současné době 45 %.

4.1.1 Rozvoj společnosti

V roce 2003 byla založena *Skupina ČEZ* na základě spojení ČEZ, a. s., s distribučními společnostmi Severočeská energetika, Severomoravská energetika, Středočeská energetická, Východočeská energetika a Západočeská energetika. Vznikla tak skupina vyznačující se největší výrobou elektřiny a tepla na distribuovaném území s konkurenční převahou na velkoobchodním i maloobchodním trhu s elektřinou.

Na základě úspěšných akvizic distribučních firem v Bulharsku, Rumunsku a elektráren v Polsku došlo k proniknutí na nové trhy. Již v průběhu roku 2006 přibyly do Skupiny ČEZ nové dceřiné společnosti v Srbsku, Kosovu, Bosně a Hercegovině a na Ukrajině.

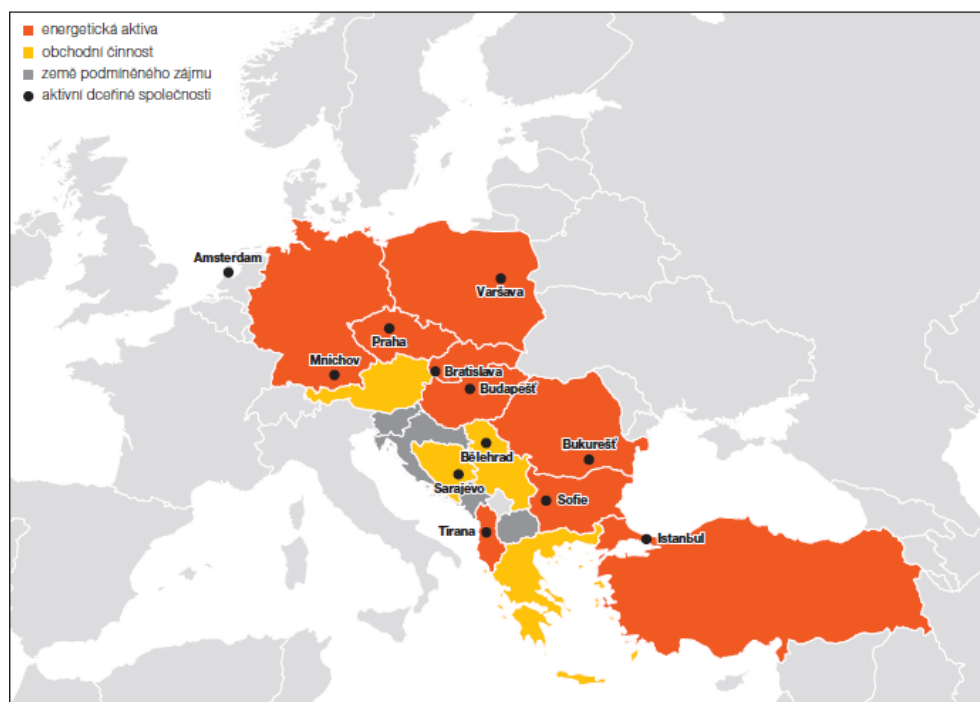
Koncem roku 2007 Skupiny ČEZ s maďarskou rafinérskou společností MOL vytvořily strategickou alianci zaměřenou na budování plynových elektráren v Maďarsku. O rok později vznikla tak v Holandsku společnost CM European Power International B.V., jakož společný podnik ČEZ a MOL.

Za další úspěch společnosti lze považovat vznik nové společnosti AKCEZ ENERJI A.Ş., se sídlem v Turecku, ve které ČEZ vlastní 50 % podíl.

V srpnu 2008 ČEZ, a. s., uskutečnil koupi projektu výstavby dvou větrných farem v Rumunsku, které představují největší přímořské větrné farmy v Evropě.

V roce 2008 byla také zaregistrována společnost CEZ RUS OOO se sídlem v Moskvě, která působí jako zázemí pro podporu aktivit Skupiny ČEZ na území Ruské federace.

Obr.4.1 Teritoriální působnost skupiny ČEZ



Zdroj: www.cez.cz

4.1.2 Předmět podnikání skupiny ČEZ

Primární podnikatelská činnost

Primární podnikatelskou činností Skupiny ČEZ je výroba, nákup, distribuce a prodej elektrické energie konečným zákazníkům všech velikostních skupin. V samém závěru roku 2009 ČEZ přišel s nabídkou plynu pro firmy a v červnu roku 2010 pak i pro české domácnosti. S nabídkou plynu společnost uspěla a za prvních 8 měsíců získala přes 80 000 nových zákazníků právě z řad domácností. Na trhu s plynem svoji pozici stále posiluje.

Hlavní činností je generován dominantní objem nákladů a tržeb. O úspěšnosti bude v této primární podnikatelské činnosti rozhodovat především efektivita obchodu s elektřinou a služeb zákazníkům na velkoobchodní, ale i maloobchodní úrovni.

Sekundární podnikatelská činnost

Mezi nejvýznamnější sekundární podnikatelskou činnost patří dodávka tepla z kombinované výroby elektřiny a tepla. Skupina ČEZ chce i nadále rozvíjet a rozšiřovat své podnikatelské aktivity v teplárenství.

Další významnou sekundární podnikatelskou činností je zpracování vedlejších produktů, které vznikají při výrobě elektřiny a tepla způsobem, který umožňuje jejich ekonomicky efektivní komerční využití. Jedná se například o energosádrovec nebo popílek. Tato činnost souvisí nejen se snížením nákladů a získání dodatečných příjmů, ale také s významným omezením zátěže životního prostředí. Pro zvýšení aktivity a lepší transparentnost tohoto procesu byla založena dceřiná společnost ČEZ Energetické produkty s.r.o.

Skupina ČEZ podniká v těžbě s uhlím především pro vlastní potřebu s dodávkou volných kapacit na trh. Za další podnikatelskou aktivitu lze považovat poskytování inženýrských služeb pro obnovu a výstavbu energetických výrobních zdrojů, které jsou určeny především pro vlastní projekty nebo pro projekty, kam skupina plánuje kapitálový vstup.

Po zavedení povolenek CO₂ na trh, skupina ČEZ zařadila do své sekundární činnosti obchodování s nimi, s cílem vytvořit zisk na tomto trhu a zajistit vlastní pozici v nových podmínkách alokace povolenek CO₂.

Terciární podnikatelská činnost

Terciární činnost je směřována k omezování rizik, kterým jsou vystaveny nosné činnosti a strategické projekty, a slouží k vyššímu využití a zhodnocení materiálního i duševního potenciálu společnosti a jejích zaměstnanců. Hlavním důvodem těchto aktivit je podpora celkové strategie společnosti. Jedná se o aliance, které umožňují:

- účinně a efektivně řídit, udržovat a rozvíjet portfolio zdrojů,
- zhodnotit nabyté know-how a zkušenosti společnosti formou služeb pro jiné energetické společnosti a další podniky,
- realizovat podnikatelské aktivity především v oblasti majetkových účastí i mimo odvětví energetiky.

4.1.3 Základní kapitál

Základní kapitál společnosti zapsaný v obchodním rejstříku činil k 31. 12. 2012 celkem 53 798 975 900 Kč a skládal se z 537 989 759 ks akcií o nominální hodnotě 100 Kč. Emisní kurz veškerých akcií společnosti ČEZ, a. s., byl plně splacen. Tyto akcie jsou charakteristické svojí zaknihovanou podobou, znějí na majitele a byly již kótovány. Základní kapitál společnosti je rozvržen výlučně do kmenových akcií, s nimiž nejsou spojena žádná zvláštní práva. S akciemi společnosti se obchoduje na Burze cenných papírů Praha a Burze cenných papírů ve Varšavě v Polsku a mají neomezenou převoditelnost. Ostatní cenné papíry, které společnost ČEZ vydala, se také vyznačují omezenou převoditelností a nemají žádná zvláštní práva.¹⁸

Vlastní akcie byly vykázány ve výši 4 381 867 tis. Kč, tzn. v ceně, za kterou byly pořízeny. Společnost ČEZ, a. s., držela k 31. 12. 2012 vlastní akcie v počtu 3 875 021 ks.

Nerozdělené zisky a kapitálové fondy činily 143 183 695 tis. Kč.

¹⁸ <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/obligace/bonds-zpravy/>

Tab. 4.1 Struktura akcionářů v %

	Podíl			
	na zákl.kapitálu k 31.12.2010	na hlas.právech k 31.12.2010	na zákl.kapitálu k 31.12.2011	na hlas.právech k 31.12.2011
Právnícké osoby celkem	94,87	94,83	95,89	95,66
Česká republika	69,78	70,31	69,78	70,29
Ostatní právnícké osoby	2,34	1,59	12,91	12,28
z toho: tuzemské	1,22	0,46	1,73	1,02
v tom: ČEZ, a.s.	0,76	-	0,72	-
třetí osoby	0,46	0,46	1,01	1,02
zahraniční	1,12	1,13	11,18	11,26
Správci	22,75	22,93	13	13,09
Fyzické osoby celkem	5,13	5,17	4,31	4,34
z toho: tuzemské	4,43	4,47	4,17	4,2
zahraniční	0,7	0,7	0,14	0,14

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Mezi subjekty, které mají podíl alespoň ve výši 3 % základního kapitálu společnosti ČEZ, a. s., a které jsou evidované k 31. 12. 2011 patří:

- Česká republika zastoupená Ministerstvem financí České republiky a Ministerstvem práce a sociálních věcí České republiky, dosahující podílu v celkové výši 69,78 % základního kapitálu (majetkový podíl České republiky umožňuje přímé ovládání společnosti ČEZ běžnými formami, zejména hlasováním na valných hromadách),
- Chase Nominees, dosahující podílu ve výši 4,83 % základního kapitálu,
- správce Citibank Europe plc, spravující 96 účtů s akciemi v souhrnné výši 4,80 % základního kapitálu ČEZ, a. s.,
- správce Československá obchodní banka, a. s., spravující 198 účtů s akciemi v souhrnné výši 4,17 % základního kapitálu ČEZ, a. s.

Tab. 4.2 Struktura akcionářů

	k 31.12.2009	k 31.12.2010	k 31.12.2011	k 31.12.2012
Česká republika	69,78%	69,78%	69,78%	69,78%
Ostatní právnické osoby	4,02%	2,34%	12,91%	13,50%
domácí	2,73%	1,22%	1,73%	1,59%
zahraniční	1,29%	1,12%	11,18%	11,91%
Fyzické osoby	5,41%	5,13%	4,31%	4,46%
domácí	5,26%	4,43%	4,17%	4,32%
zahraniční	0,15%	0,70%	0,14%	0,14%
Správci celkem	20,79%	22,75%	13,00%	12,26%

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.4 Vrcholové vedení a orgány společnosti

Nejvyšším orgánem akciové společnosti ČEZ, a. s., je valná hromada konající se nejméně jednou za rok, nejpozději do šesti měsíců od posledního dne účetního období. Valná hromada provádí rozhodnutí týkající se změn stanov, zvýšení nebo snížení základního kapitálu, vydání vyměnitelných a prioritních dluhopisů, volba a odvolání členů dozorčí rady apod. Valná hromada rozhoduje nadpoloviční většinou hlasů přítomných akcionářů, pokud zákon nebo stanovy společnosti nevyžadují většinu jinou.

Dalším orgánem je dozorčí rada představující kontrolní orgán společnosti. Dozorčí rada má 12 členů, z nichž dvě třetiny volí a odvolává valná hromada a jedna třetina je volena a odvolávána zaměstnanci společnosti. Funkční období jednotlivých členů je čtyřleté a opětovná volba je možná. Dozorčí rada se schází alespoň jednou měsíčně, kdy se zabývá kontrolou představenstva a dodržováním obecně závazných předpisů, přezkoumává řádnou, mimořádnou, konsolidovanou účetní závěrku atd. Dozorčí rada rozhoduje nadpoloviční většinou hlasů všech svých členů.

Statutárním orgánem společnosti je představenstvo, které řídí činnost společnosti a jedná jejím jménem. Rozhoduje o všech záležitostech společnosti. Řídí se zásadami a pokyny schválenými valnou hromadou. Představenstvo má 7 členů. Funkční období jednotlivého člena představenstva je čtyři roky s tím, že opětovná volba je možná. Představenstvu přísluší zejména zabezpečovat obchodní vedení společnosti včetně řádného vedení účetnictví, svolávat valnou hromadu a organizačně ji zabezpečovat, vykonávat usnesení valné hromady apod.

Obr. 4.2 Vedení společnosti ČEZ, a. s

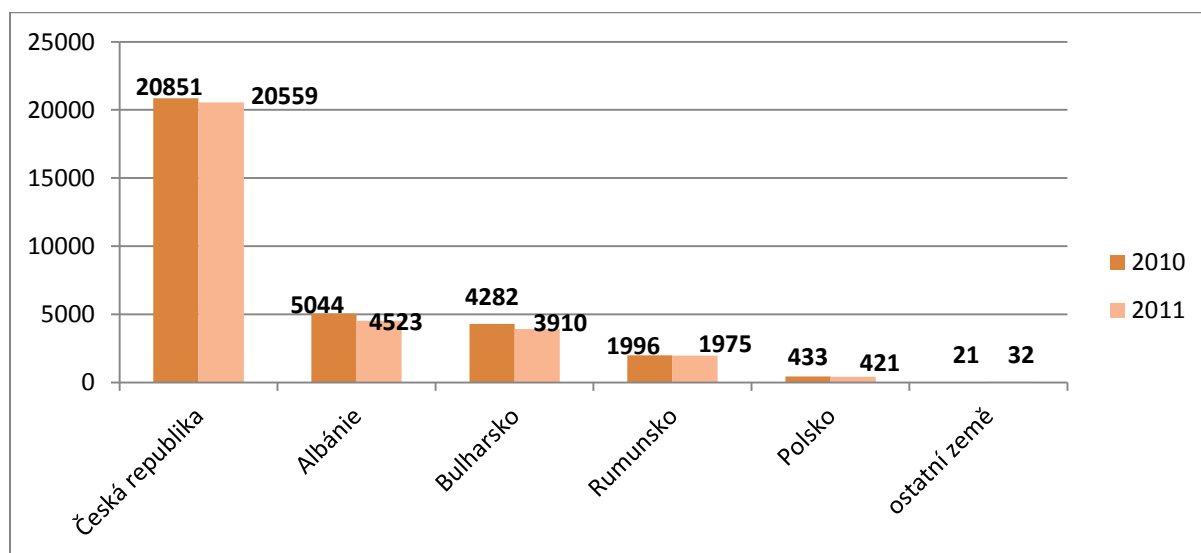
Generální ředitel Ing. Daniel Beneš, MBA			
ředitel divize finance Ing. Martin Novák, MBA	ředitel divize investice Ing. Peter Bodnár	ředitel divize výroby Mgr. Ing. Hlavinka MBA,	ředitel divize obchodu Ing. Alan Svoboda, MBA
ředitel divize distribuce a zahraničí Ing. Tomáš Pleskač	ředitelka divize nákup JUDr. Michaela Chaloupková	ředitel divize strategie Ing. Pavel Cyrani, MBA	

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.5 Zaměstnanci a sociální politika

Celkový počet zaměstnanců v roce 2011 činil 31 420 osob, to je o 1200 (3,7 %) zaměstnanců méně oproti předchozímu roku, viz Graf 4.1

Graf 4.1 Celkový počet zaměstnanců v letech 2010 a 2011



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

V roce 2011 pokračovaly aktivity strategického náboru v souvislosti s povzbuzením zájmu o studium technických oborů s cílem připravit dostatek osob na generační obměnu personálu.

Co se týče sociální politiky tak hlavním cílem je sociální smír. Jednotlivé peněžní i nepeněžní výhody zaměstnanců jsou upraveny v kolektivních smlouvách uzavřených mezi zaměstnavateli a odborovými organizacemi. Do sociální oblasti společnosti v rámci České republiky patří kromě mzdových ohodnocení také zkrácení pracovní doby na 37,5 hodiny týdně.

4.1.6 Odběratelé

Přehled o počtu odběratelů je zaznamenán v kapitole 3.2.3 a celkový podíl všech zákazníků společnosti ČEZ na trhu udává kapitola 4.1.10. Dle struktury jsou odběratelé společnosti rozděleni na:

Prodej elektřiny:

- velkoodběratel,
- podnikový maloodběratel,
- domácnosti.

Prodej plynu:

- velkoodběratel extrémní,
- střední odběratelé,
- maloodběratelé,
- domácnosti.

4.1.7 Dividendy

Od roku 2001 Společnost ČEZ vyplácí pravidelně dividendy. Akcionáři obdrží dividendu jednou za rok. Začátkem roku 2007 dochází k významné změně ve výplatě dividend. Dochází k uplatnění nové dividendové politiky, která vyplácí 50 – 60 % z dosaženého konsolidovaného zisku. Celkovou výši dividend stanoví představenstvo a následně předloží valné hromadě, která rozhoduje o skutečné výši dividend.

Tab. 4.3 udává přehled o výplatě dividend připadající na akcii od roku 2002 do současnosti.

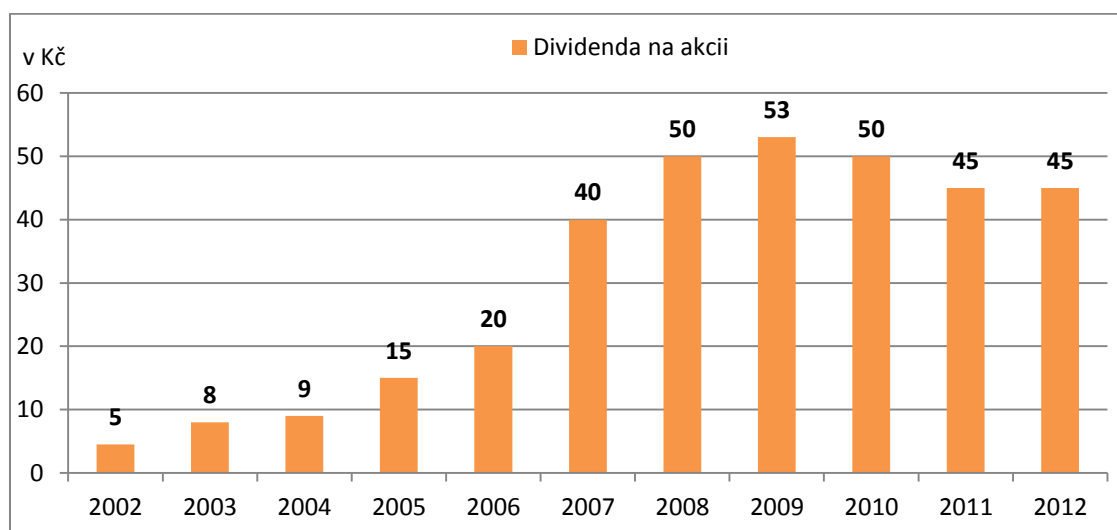
Tab. 4.3 Dividendy společnosti ČEZ, a. s.

Dividenda na akcii (hrubá)	Výše hrubé dividendy	Rozhodný den	Administrátor
2,50 Kč	1.8.02 - 31.7.07	11.6.2002	Česká spořitelna
4,50 Kč	1.8.03 - 31.7.08	17.6.2003	Česká spořitelna
8,00 Kč	1.8.04 - 31.7.09	17.6.2004	Česká spořitelna
9,00 Kč	1.8.05 - 31.7.10	20.6.2005	Česká spořitelna
15,00 Kč	1.8.06 - 31.7.11	23.5.2006	Česká spořitelna
20,00 Kč	1.8.07 - 31.7.11	23.5.2007	Česká spořitelna
40,00 Kč	1.8.08 - 31.7.12	21.5.2008	Česká spořitelna
50,00 Kč	1.8.09 - 31.7.13	21.5.2009	Česká spořitelna
53,00 Kč	1.8.10 - 31.7.14	29.6.2010	Česká spořitelna
50,00 Kč	1.8.11 - 31.7.15	1.6.2011	Česká spořitelna
45,00 Kč	1.8.12 - 31.7.16	2.7.2012	Česká spořitelna

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Graf 4.2 zobrazuje údaje zaznamenané ve výše uvedené tabulce za poslední desetiletí. Za rok 2012 bude vyplacena dividenda ve výši 45 Kč schválená valnou hromadou konanou 1. 6. 2013

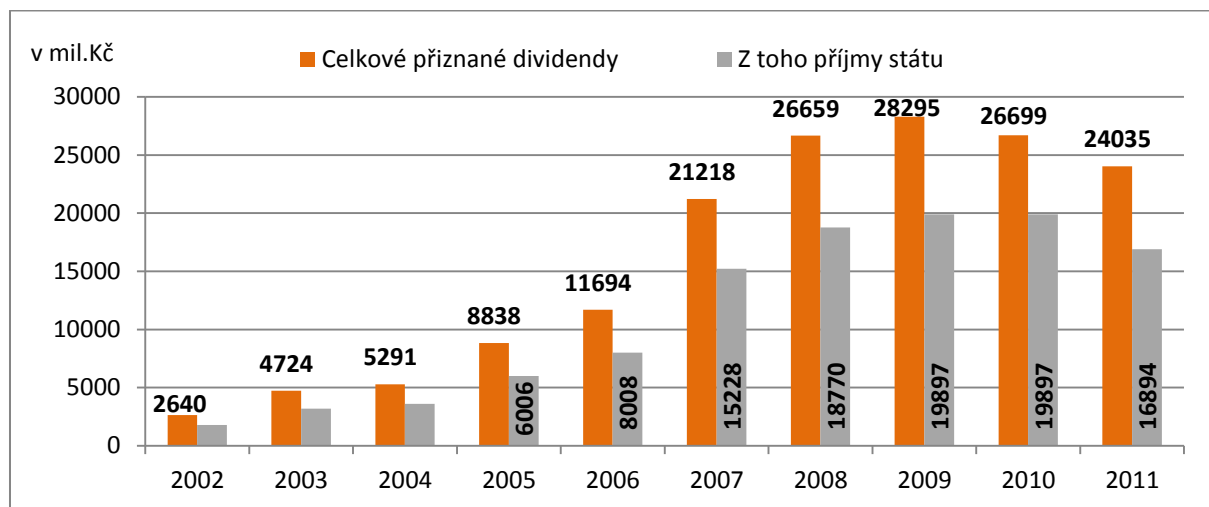
Graf 4.2 Dividenda na akcii v Kč za obchodní rok



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Následující Graf 4.3 zobrazuje celkovou výši dividend a také jsou zde zaznačené podíly připadající hlavnímu akcionáři České republice.

Graf 4.3 Celkové dividendy



Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Tab. 4.4 Aktuální údaje o výplatě dividend za rok 2011

ISIN Akcie:		CZ005112300
Dividenda na akcii:		45 Kč
Rozhodnuto na valné hromadě dne:		26. června 2012
Rozhodnutý den pro výplatu dividendy:		2. července 2012
Výplatní den:		1.8.2012 - 2.8.2016
Administrátor výplaty:		Česká spořitelna

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

S akciemi společnosti ČEZ se obchoduje na Burze cenných papírů Praha, RM-Systému a na některých vybraných zahraničních burzách, které udává Tab. 4.5

Tab. 4.5 Kotace akcií na burzách

Kotace akcií	
Česká republika	Burza cenných papírů Praha
	RM-SYSTÉM, česká burza cenných papírů
Zahraničí	
Polsko	Varšava
Německo	Frankfurt
	Xetra
	Berlin
	Mnichov
	Stuttgart

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

Tab. 4.6 zobrazuje indexy, jež právě obsahují akcie společnosti ČEZ.

Tab. 4.6 Indexy obsahující akcie společnosti ČEZ

Indexy	
PX	Oficiální index Burzy Praha
RM	Oficiální index české burzy RM-SYSTÉM
CTX	Czech Traded Index – Wiener Borse
CETOP 20	Central European Blue Chip Index – Budapest Stock Exchange
DJ ENLARGED STOXX	Index nových členů EU

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

4.1.8 Investiční politika

Mezi hlavní rozvojové aktivity portfolia Skupiny ČEZ provozované nejen v České republice, ale i v celé střední a jihovýchodní Evropě patří snížení expozice skleníkových plynů v rámci regulace ze strany Evropské unie. Skupina ČEZ se proto zaměřuje na investice přispívající ke snížení celkového emisního faktoru. Dále se zaměřuje na investice do obnovy tuzemských hnědouhelných kapacit, rozvoj jaderné energetiky nebo investice do zdrojů na bázi obnovitelné energie. Na investicích vynaložila Skupina ČEZ v roce 2011 celkem 43 312,1 mil. Kč

Další významná investice se týkala Společnosti ČEZ Distribuce, a. s., která v roce 2011 vynaložila prostředky do obnovy a rozvoje distribuční soustavy v hodnotě 10,2 mld. Kč. Konkrétně se jednalo o investice vyvolané zákazníkem (36 %), investice do kabelových a vrchních sítí (29 %) a investice do rozveden, transformoven a transformátorů (20 %).

Do budoucna jsou plánovány rozsáhlé investiční výdaje na dostavbu dvou jaderných reaktorů elektrárny Temelín.

4.1.9 Inovace a výzkum

Společnosti Skupiny ČEZ podpořily v roce 2011 projekty výzkumu a vývoje částkou 794,2 mil. Kč. Součástí nákladů ČEZ, a. s., je rovněž program svědečných vzorků z jaderných elektráren, jehož cílem je získat informace o aktuálním stavu tlakových nádob reaktorů a vědecké podklady pro predikci jejich životnosti.

Tab. 4.7 Výdaje na výzkum a vývoj v mil. Kč za rok 2011

Společnost	Výdaje na výzkum a vývoj za rok 2011 v mil. Kč
ČEZ, a.s.	166,6
Centrum výzkumu Řež s.r.o.	251,1
ČEZ Distribuce, a.s.	4,9
ČEZ Energetické produkty, s.r.o.	10,9
Severočeské doly a.s.	27,6
Ústav jaderného výzkumu Řež, a.s.	333,1
Celkem	794,2

Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

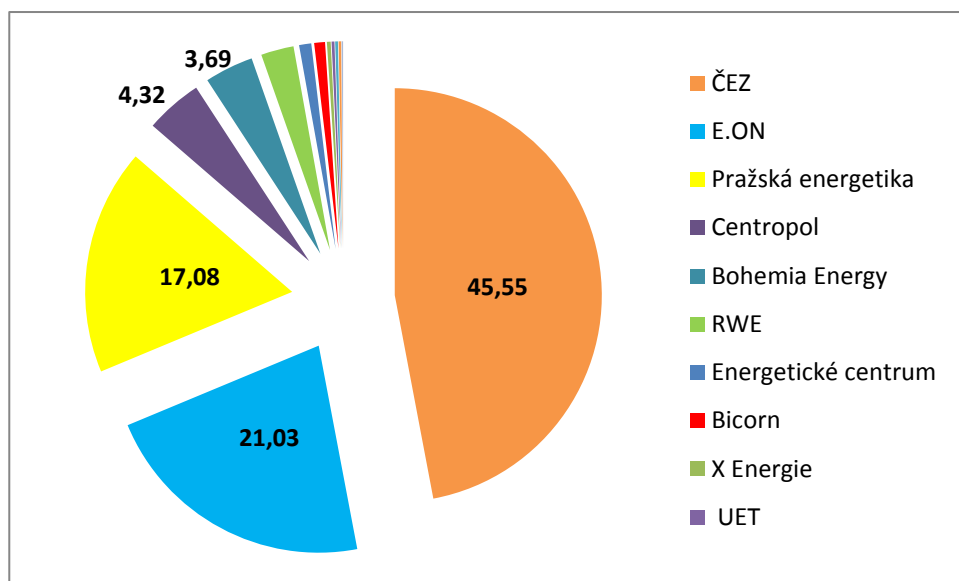
Výzkumně-vývojový program v rámci jaderné energetiky pokrývá široké spektrum oblastí od spolehlivosti paliva, koroze materiálů, bezpečnostních aspektů až po nové jaderné technologie. Ostatní projekty výzkumu a vývoje jsou zaměřeny především na další zlepšování bezpečnostních, environmentálních a ekonomických parametrů provozovaných jaderných elektráren.¹⁹

4.1.10 Tržní situace

Trh s elektřinou lze v České republice definovat jako plně liberální a konkurenční. Na tomto trhu působí více jak 40 aktivních obchodníků. Co se týče Skupiny ČEZ tak prodej elektřiny koncovým zákazníkům zajišťuje společnost ČEZ Prodej, s.r.o. Tato společnost má vedoucí postavení na trhu a to i přes neustále rostoucí konkurenci v rámci prodeje elektrické energie ve všech zákaznických segmentech, tzn., velkoodběratelé, maloodběr - podnikatelé a maloodběr - domácnosti. Podíl Skupiny ČEZ na domácím trhu s elektřinou pro koncové zákazníky činí za rok 2012 více než 45 %.

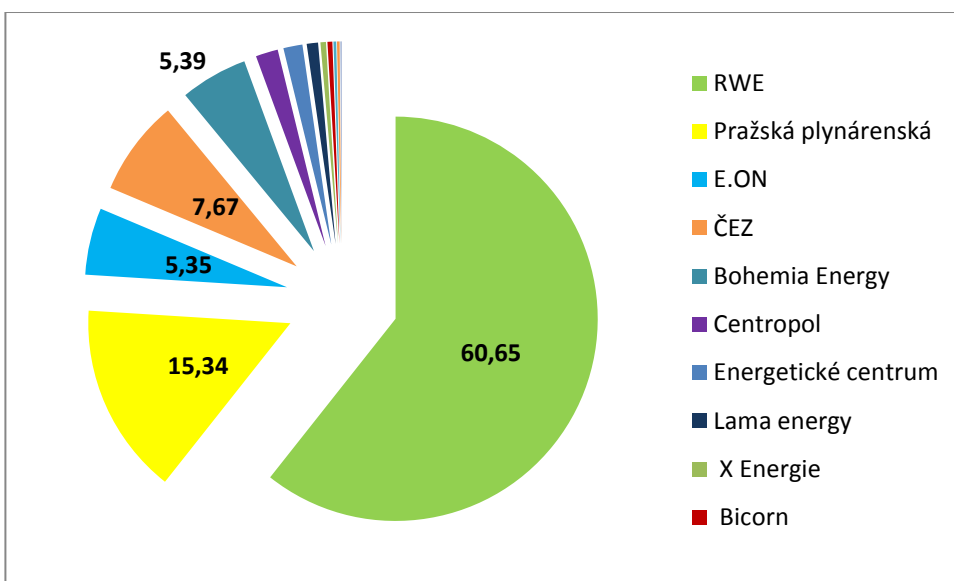
¹⁹ Zdroj: <http://www.cez.cz/edee/content/file/investori/vz-2011/2011-vyrocní-zpráva.pdf>

Graf 4.4 Srovnání dodavatelů elektřiny na tuzemském trhu podle počtu odběratelů v %



V samém závěru roku 2009 ČEZ přišel s nabídkou plynu pro firmy a v červnu roku 2010 pak i pro české domácnosti. S nabídkou plynu společnost uspěla a za prvních 8 měsíců získala přes 80 000 nových zákazníků právě z řad domácností. Za rok 2012 společnost vykázala tržby z prodeje plynu ve výši 6 342 mil. Kč.

Graf 4.5 Srovnání dodavatelů plynu na tuzemském trhu podle počtu odběratelů v %



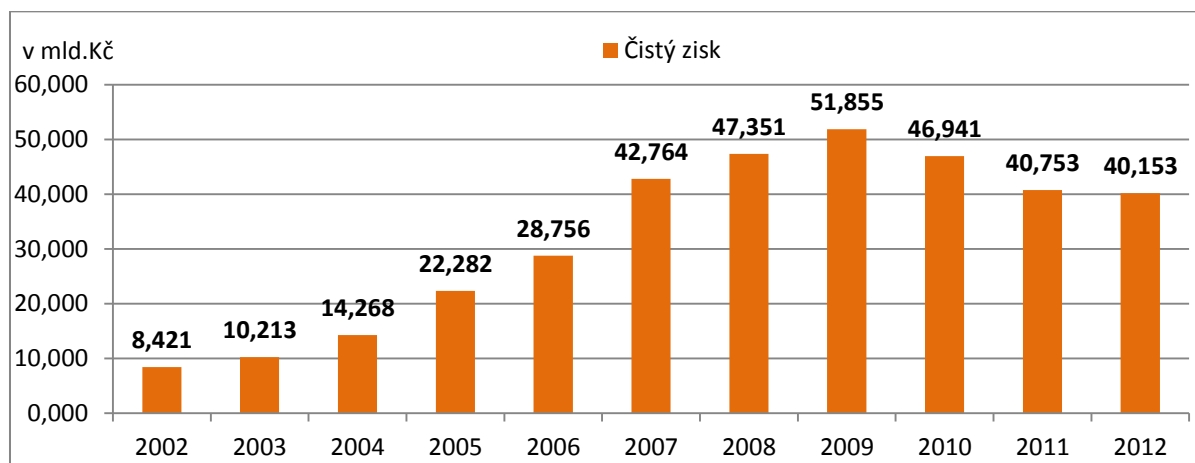
V rámci tržeb z prodeje elektrické energie, plynu a uhlí se společnost ČEZ může pochlubit rostoucím trendem. V roce 2012 dosahují tržby z prodeje elektrické energie celkem 186 797 mil. Kč a z prodeje plynu 23 710 mil. Kč. Předpokládá se, že celková výše tržeb bude i do budoucna růst. V roce 2014 by se tržby měly pohybovat ve výši 215 500 mil. Kč.²⁰

4.1.11 Hospodaření společnosti a její budoucí vývoj

Společnost ČEZ vykazovala od svého založení rostoucí trend a to až do roku 2009. Je patrné, že od roku 2002 docházelo k postupnému rozvoji společnosti. Především v souvislosti s rozšířením nabídky tepelné energie a poskytováním vedlejších služeb uvedených v kapitole 4.1.2. Největší nárůst čistého zisku byl v roce 2007 v důsledku rekordní výroby elektřiny, nárůstu velkoobchodních cen, úspěšné optimalizaci výroby elektřiny a rozšíření Skupiny ČEZ. Z Grafu 3.6 je možné sledovat vývoj tržeb z nově rozšířené produkce plynu.

Od roku 2010 až do současnosti došlo ke klesajícímu vývoji v hospodaření společnosti a to zásluhou dopadů mnoha faktorů. Mezi tyto faktory patří dopady finanční krize, které společnost pocítila se zpožděním právě v roce 2010 z důvodu změny v systému prodeje elektřiny, tzn., že v roce 2008 se začala poprvé prodávat energie na rok 2009 a 2010. Tyto skutečnosti se odrazily v čistém zisku, viz Graf. 4.6.

Graf 4.6 Vývoj čistého zisku v mld. Kč

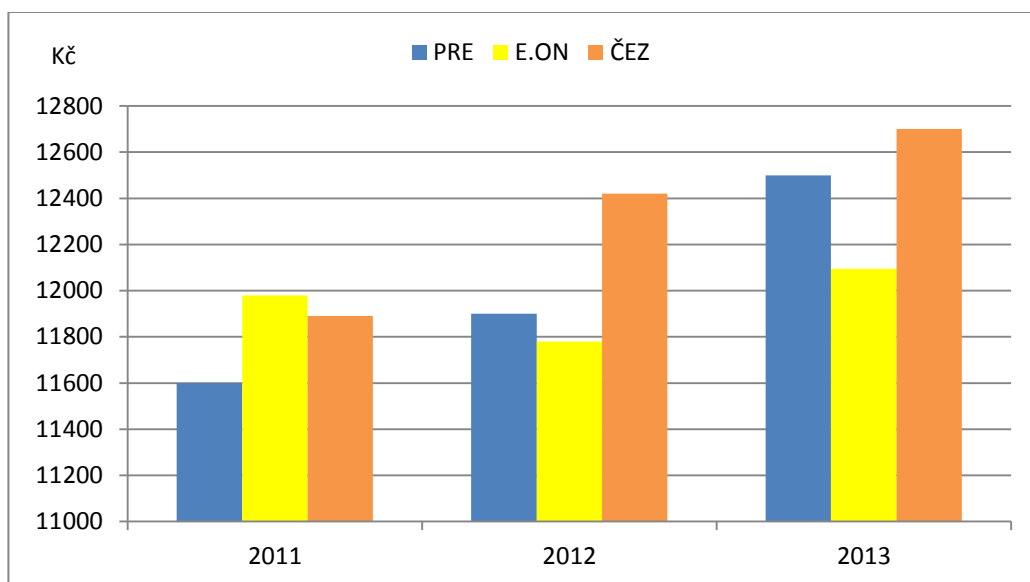


Zdroj: www.cez.cz, vlastní zpracování

²⁰ Zdroj: www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html#kontejner

Dalším faktorem, z pohledu zákazníka velice neoblíbeným, je růst cen elektrické energie a plynu. Cena elektrické energie se skládá ze silové elektřiny, představující komoditu a druhá polovina je tvořena platbami za regulované položky, jejichž výši stanovuje Energetický regulační úřad. V případě, že ERÚ vydá zprávu, ve které oznámí růst cen elektřiny pro koncové spotřebitele a ve skutečnosti došlo k poklesu cen silové elektřiny na tuzemské energetické burze, jedná se o zdražení, které se zpravidla týká všech dominantních dodavatelů včetně společnosti ČEZ. Proces růstu cen elektrické energie tuzemských energetických gigantů zachycuje Graf. 4.7. Vývoj cen elektřiny s dodáním v dalším roce je uveden v Příloze č. 1.

Graf. 4.7 Vývoj cen elektřiny od dominantních dodavatelů



Dalším faktorem ovlivňující hospodaření společnosti ČEZ je neustále se rozšiřující konkurence ze zahraničních trhů. To nepřímo souvisí s výše popsanou skutečností, kdy menší alternativní společnosti nabízí výhodnější podmínky pro nové zákazníky, s cílem přetáhnout stávající zákazníky od této dominantní společnosti, viz Tab. 3.8 a Tab. 3.9.

Dalším faktorem působící na výsledek hospodaření jsou emisní povolenky. Ceny emisních povolenek se odráží v ceně elektřiny. Současným problémem systému obchodování s povolenkami je nízká cena povolenek. Ta je z velké míry daná poklesem ekonomické aktivity v řadě oborů. Na trhu je tak k dispozici množství nevyužitých povolenek, což vedlo k

poklesu cen z původních asi 30 eur za tunu oxidu uhličitého na přibližně sedm eur za tunu.²¹ Tím je i nižší motivace podniků využívat šetrné technologie. Vývoj ceny emisních povolenek je uveden v Příloze č. 1.

Na základě výše uvedených skutečností lze předpokládat klesající trend čistého zisku. Analytici odhadují, že by se čistý zisk v roce 2013 mohl pohybovat ve výši 39 600 mld. Kč a v roce 2014 by mohlo dokonce dojít o 10 % propad čistého zisku na úroveň 36 100 mld. Kč.

4.2 Finanční analýza

Finanční analýza je vnímána jako nezbytná součást řízení podniku, která si dává za cíl zjistit současnou finanční situaci a budoucí vývoj. Při tom dochází k třídění potřebných dat, která se následně navzájem poměřují, vytváří se vztahy, hledají se kauzální souvislosti mezi daty a určuje se jejich prognóza do budoucna. Mezi základní oblasti ukazatelů finanční analýzy patří ukazatele finanční stability a zadluženosti, ukazatele rentability, ukazatele likvidity, ukazatele aktivity a ukazatele vycházející z údajů kapitálového trhu (Dluhošová, 2010).

4.2.1 Ukazatel finanční stability a zadluženosti

Finanční stabilita podniku je dána strukturou zdrojů financování ve společnosti. Při zjišťování stability se vychází z analýzy vztahu podnikových aktiv a zdrojů jejich krytí. Mezi nejdůležitější ukazatele finanční stability patří ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech, stupeň krytí stálých aktiv a ukazatel celkové zadluženosti.

Tab. 4.8 Ukazatele finanční stability a zadluženosti v %

Rok	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Podíl VK na aktivech	62,07%	59,63%	56,33%	39,18%	41,76%	39,97%
Stupeň krytí stálých aktiv	101,89%	99,35%	103,53%	88,81%	98,83%	125,77%
Ukazatel celkové zadluženosti	32,51%	35,15%	38,24%	57,77%	54,95%	60,03%
Ukazatel zadluženosti VK	52,37%	58,95%	67,89%	147,43%	131,57%	150,21%

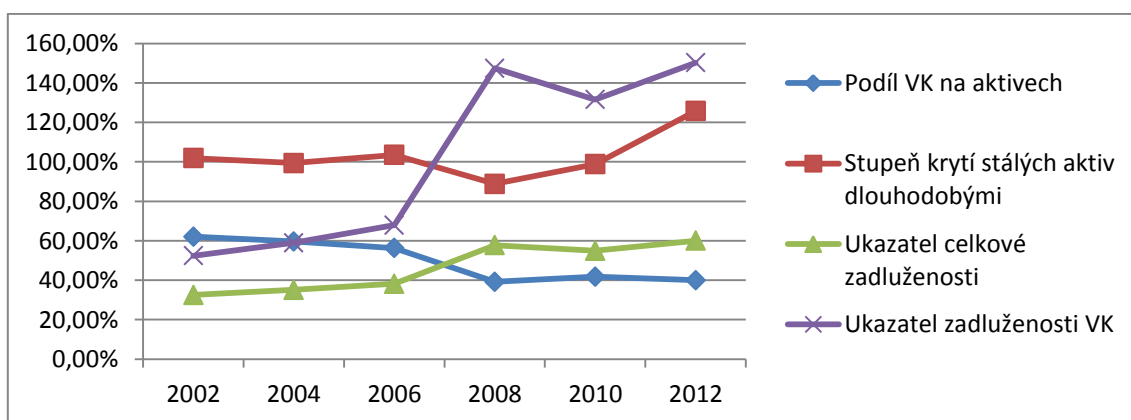
²¹Zdroj: <http://byznys.ihned.cz/c1-59233750-moody-s-ceny-elektriny-propadaji-a-cez-patri-k-vyrobcom-ktere-to-nejvice-zasahne>

Ukazatel podílu vlastního kapitálu na aktivech vypočítán dle vzorce (2.1) vyjadřuje do jaké míry je podnik schopen krýt svůj majetek vlastními zdroji. Z Tab. 4.8 vyplývá, že tento ukazatel v čase klesá. V roce 2007 byl majetek společnosti financován z 50 % vlastními zdroji a 50 % cizími. V posledních letech však převládá financování cizími, pro společnost levnějšími zdroji.

V rámci ukazatele stupně krytí stálých aktiv (vzorec 2.2) lze v předchozích dvou letech monitorovat pozitivní trend. Hodnoty tohoto ukazatele jsou vyšší než 100 %, což znamená, že veškerá stálá aktiva jsou kryta dlouhodobým kapitálem.

U ukazatele celkové zadluženosti a zadluženosti vlastního kapitálu, stanovených s pomocí vzorců (2.3) a (2.4) hraje významnou roli nárůst cizího kapitálu. Jen v roce 2008 byl společnosti poskytnut úvěr na všeobecné finanční potřeby v rekordní výši 15,8 mld. Kč, který se řadí mezi pět největších úvěrových transakcí na českém trhu.

Graf 4.8 Ukazatele finanční stability a zadluženosti



4.2.2 Ukazatele rentability

Mezi nejdůležitější ukazatele rentability (výnosnosti, míry zisku) patří rentabilita vloženého kapitálu. Rentabilita vloženého kapitálu je obecně dána poměrem zisku a vloženého kapitálu. Na základě rozdílných forem vloženého kapitálu je počítána rentabilita aktiv, rentabilita vlastního kapitálu, rentabilita dlouhodobě investovaného kapitálu a pro zjištění stupně ziskovosti, rentabilita tržeb.

Tabulka 4.9 Ukazatele rentability

Rok	2 002	2 004	2 006	2008	2010	2012
ROA	4,85%	6,61%	10,87%	13,77%	11,97%	9,11%
ROCE	5,09%	7,33%	12,81%	21,36%	15,30%	11,70%
ROS	15,15%	13,90%	18,02%	26,07%	23,72%	18,67%
ROE	5,86%	8,00%	13,85%	25,54%	20,77%	15,79%

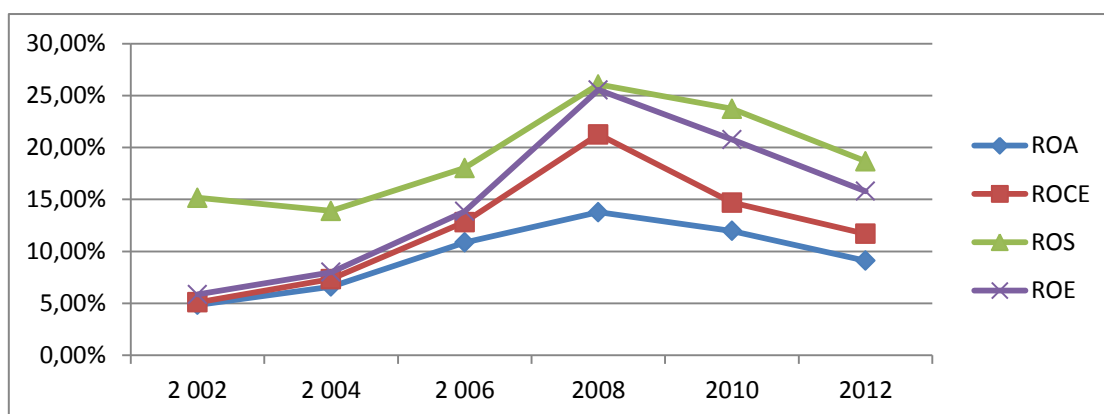
Neexistuje žádná optimální hranice pro hodnoty ukazatele rentability aktiv, vypočítaného na základě vzorce (2.7), ale obecně platí, čím vyšší hodnota, tím lepší hospodářská situace společnosti. Z Tab. 4.9 lze sledovat růst tohoto ukazatel až do roku 2008, kdy došlo k navýšení celkových aktiv o téměř 100 mil. Kč. Největší roli tohoto prudkého nárůstu lze připsat derivátům. Hodnota derivátů se skládá především z kladné reálné hodnoty derivátových kontraktů na nákup a prodej elektrické energie a derivátů na nákup a prodej emisních povolenek. V posledních letech došlo také k růstu provozních nákladů.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů, viz vzorec (2.9) vykazuje obdobný rostoucí trend do roku 2008. V roce 2009 dlouhodobé závazky vzrostly o 55,0 mld. Kč na hodnotu 177,2 mld. Kč především z důvodu nových emisí dluhopisů a růstu dlouhodobých bankovních úvěrů. V následujících letech společnost zintenzivnila svou emisní činnost.

Rentabilita tržeb, vypočítaná dle vzorce (2.11), má kladný vývoj až do roku 2010, kdy začala klesat v souvislosti s poklesem čistého zisku vykazovaného ve společnosti. V posledních letech roste hodnota provozních nákladů.

Ukazatel rentability vlastního kapitálu dle vzorce (2.10) roste současně s růstem čistého zisku a to až do roku 2010, kdy dochází k poklesu čistého zisku a růstu provozních a ostatních nákladů. Obdobný trend panuje až do současnosti. Částečně lze pokles zisku v tomto období připsat dopadům finanční krize, jelikož společnost ČEZ prodávala elektrickou energii na dva roky dopředu.

Graf 4.9 Ukazatele rentability



4.2.3 Ukazatele likvidity

Likvidita je obecně chápána jako schopnost podniku dostát svým závazkům, neboli mít dostatek prostředků na provedení potřebných plateb.

Tab. 4.10 Ukazatele rentability

Rok	2 002	2 004	2 006	2008	2010	2012
Běžná likvidita	0,975	1,210	1,424	0,833	0,950	1,187
Pohotová likvidita	0,778	1,032	1,307	0,782	0,879	1,122
Okamžitá likvidita	0,023	0,078	0,141	0,033	0,055	0,051
ČPK	-393	4 774	19 863	-25672	-5020	22230

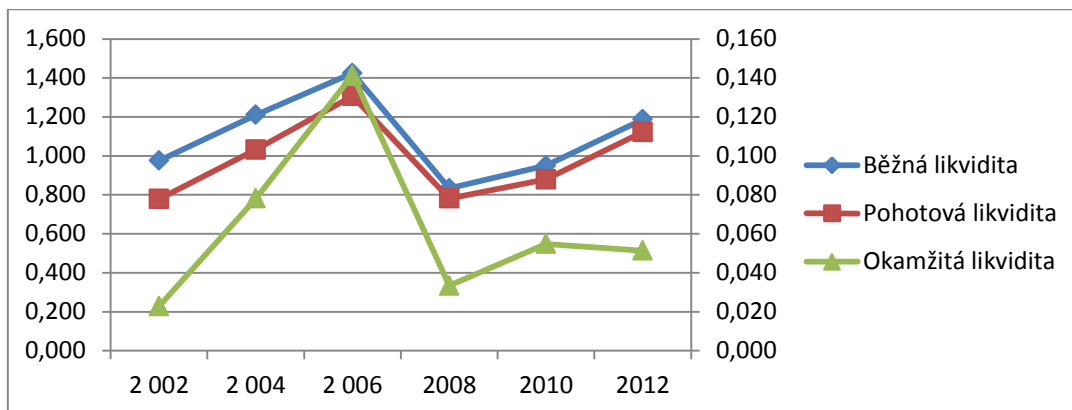
Ukazatel běžné likvidity, stanovený dle vzorce (2.12), vykazuje poměrně nízké hodnoty. Nejlepší hodnoty jsou dosaženy v letech 2005 a 2006, kdy se přibližují doporučené hodnotě 1,5. Je to dáno tím, že ve sledovaném období výrazně rostly krátkodobé závazky z obchodního styku. Přesto lze usoudit, že společnost je schopná uhradit v daném čase své závazky.

Hodnoty ukazatele pohotové likvidity, viz vzorec (2.13), se příliš neliší, neboť hodnota zásob je ve společnosti zanedbatelná. Zásoby zahrnují především materiál a náhradní díly pro opravy a údržbu dlouhodobého hmotného majetku.

Okamžitá likvidita, vypočítaná vzorcem (2.14), od roku 2006 klesá, nicméně tento ukazatel má pouze doplňkový charakter a slouží k dokreslení úrovně likvidity podniku.

V letech 2011 a 2012 byl vykázán kladný čistý pracovní kapitál, stanovený na základě vzorce (2.15), což je pozitivním signálem pro celou společnost.

Tab. 4.10 Ukazatele likvidity



4.2.4 Ukazatele aktivity

Ukazatele aktivity představují relativní vázanost kapitálu v různých formách aktiv, jedná se jak o krátkodobé tak dlouhodobé. Tyto ukazatelé slouží především k řízení aktiv a odráží, jak management hospodaří s aktivy společnosti.

Tabulka 4.11 Ukazatele aktivity

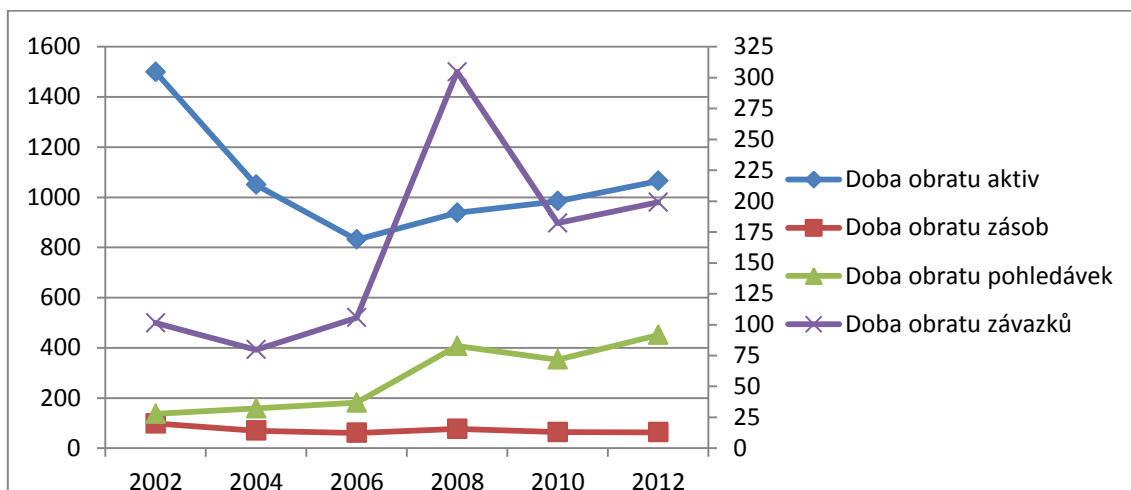
Rok	2002	2004	2006	2008	2010	2012
Obrat aktiv	0,240	0,343	0,433	0,384	0,366	0,338
Doba obratu aktiv	1499	1049	832	938	984	1065
Obrat zásob	18,016	25,307	28,999	23,071	27,780	28,040
Doba obratu zásob	20	14	12	16	13	13
Obrat pohledávek	12,934	11,173	9,770	4,353	5,018	3,928
Doba obratu pohled.	28	32	37	83	72	92
Obrat závazků	3,550	4,513	3,410	1,182	1,975	1,808
Doba obratu závazků	101	80	106	305	182	199

Společnost vykazuje poměrně nízký obrat aktiv, zjištěný na základě vzorce (2.17), kdy lze sledovat výrazný meziroční nárůst celkových aktiv zapříčiněný především pořízením hmotného majetku. S tímto vývoje je zároveň spojena dlouhá doba obratu celkových aktiv.

Nicméně je vidět, že společnost efektivně pracuje se zásobami, jejich doba obratu dle vzorce (2.20), v posledních letech stále klesá. Jak již bylo uvedeno výše, tak zásoby zahrnují materiál a náhradní díly pro opravy a údržbu dlouhodobého hmotného majetku a také zásoby fosilních paliv.

Dále z tabulky vyplývá, že doba obratu pohledávek, vypočítaná dle vzorce (2.22) je výrazně kratší, než doba obratu závazků, stanovených vzorcem (2.23). To pro společnost znamená bezproblémový průběh úhrady vlastních závazků a nenarušení likvidity společnosti.

Graf 4.11 Ukazatele aktivity



4.2.5 Ukazatele kapitálového trhu

Tab. 4.12 Ukazatele kapitálového trhu

Rok	Jedn.	2002	2004	2006	2008	2010	2012
EPS	Kč/akcie	14,3	22,3	47,0	87,0	88,1	77,6
P/E	1	6	15	20,4	9,0	8,9	8,3
P/BV	%	38	117	290,2	242,2	188,8	135,1
BV	Kč	243	291	330,8	324,1	414,8	475,9
Dividenda na akcii	Kč/akcie	2,5	8,0	15,0	40,0	53,0	45
Podíl dividend na zisku	%	19	31	39,7	49,9	54,5	56,8
Počet akcií	mil.	592	592	592	592	537	534
Tržní kapitalizace	mld.	55	202	565,2	418,3	418,0	-

Následující Tabulka 4.12 zobrazuje nejvýznamnější ukazatele kapitálového trhu dalších společností zabývajících se výrobou a distribucí elektrické energie a plynu.

Tab. 4.13 Srovnání vybraných ukazatelů kapitálového trhu v rámci vybraných společností²²

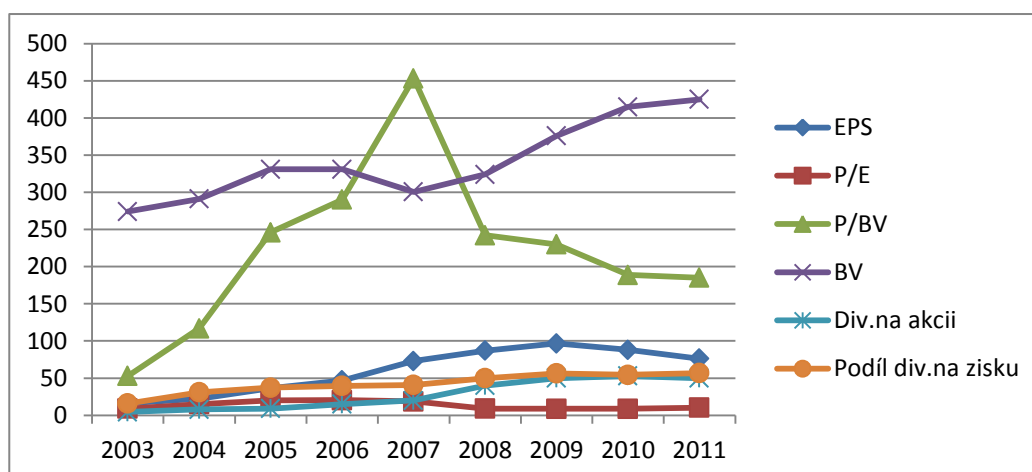
Společnost	ČEZ	RWE	PGE
EPS	76,3	82,4	15,8
P/E	10,3	9,94	6,3

Jeden z nejvýznamnějších ukazatelů kapitálového trhu je čistý zisk na akcii (dále EPS), stanový pomocí vzorce (2.25), který ve společnosti ČEZ vykazuje až do roku 2009 příznivý rostoucí trend. V letech 2010 a 2011 dochází k propadu tohoto ukazatele v důsledku poklesu čistého zisku. Německá energetická společnost RWE má vyšší hodnotu ukazatele EPS. Je to dáno tím, že RWE dosahuje o 4 mld. Kč vyššího čistého zisku oproti společnosti ČEZ a nepatrným rozdílem, co do počtu vydaných kmenových akcií. Z tabulky dále vyplývá, že EPS největší polské energetické společnosti PGE je podstatně nižší. Výrazně se zde liší počet vydaných kmenových akcií, který představuje trojnásobný počet kusů akcií společnosti ČEZ. Společnost PGE také dosahuje nižšího čistého zisku ve srovnání s uvedenými společnostmi.

Ukazatel P/E (Price-Earnings Ratio), vypočítaný vzorcem (2.26), společnosti ČEZ má rostoucí trend až do roku 2006. V roce 2008 dochází k výraznému poklesu na poloviční hodnotu ukazatele. Hlavní příčinou je propad kurzu v druhé polovině tohoto roku. Ke dni 24. 8. 2008 dosahuje kurz společnosti ČEZ historicky první největší propad hodnoty na 584,5 Kč. Zjevný vliv na tuto skutečnost má hospodářská krize. Následující roky došlo ke stabilizaci ukazatele a v roce 2011 lze vidět pozitivní růst. Společnost ČEZ má ve srovnání s RWE a PGE nejvyšší kurz v důsledku čehož dosahuje nejvyšších hodnot ukazatele P/E.

²² Konkurence společnosti ČEZ je popsána v kapitole 3.2.3

Graf 4.12 Ukazatele kapitálového trhu



4.2.6 Index IN

Index IN, neboli index důvěryhodnosti, zachycuje zvláštnosti účetních výkazů a ekonomické situace v českých podmínkách. Jako poslední v řadě byl vytvořen index IN05, který zahrnuje data průmyslových podniků z roku 2004. Index se počítá pomocí rovnice (2.28).

Tab. 4.14 Přehled výsledných hodnot indexu IN v letech 2008 až 2012

Rok	2008	2009	2010	2011	2012
A/CZ	0,23	0,22	0,24	0,22	0,22
EBIT/U	0,84	0,83	0,75	0,50	0,54
EBIT/A	0,55	0,51	0,48	0,41	0,36
Výnosy/A	0,08	0,08	0,08	0,07	0,07
OA/(KZ+KBU)	0,07	0,08	0,09	0,09	0,11
Celkem	1,77	1,72	1,62	1,30	1,29

V letech 2008 až 2010 společnost dosahovala indexu $IN > 1,6$ což znamenalo uspokojivou finanční situaci. V posledních dvou letech se hodnota indexu snížila a řadí se do kategorie „šedé zóny“ nevyhraněných výsledků.

Na základě provedené finanční analýzy lze konstatovat, že společnost ČEZ je finančně zdravá, stabilní a prosperující společnost. V oblasti zadluženosti bylo zjištěno, že společnost využívá k financování svých potřeb optimální poměr vlastních a cizích zdrojů. Ukazatele

rentability poukazují na klesající zisk v posledních letech a nárůstu provozních nákladů společnosti. Taktéž byla zaznamenána zvýšená emisní činnost společnosti. Na základě zjištěné likvidity je společnost schopna dostát svým závazkům. Ukazatele kapitálového trhu vykazují poměrně stabilní vývoj.

4.2.7 SWOT analýza

SWOT analýzu lze považovat za často využívanou analytickou metodu. Navazuje na výsledky finanční analýzy podniku. Název SWOT analýza se odvíjí od počátečních písmen čtyř hlavních oblastí, na které se tato analýza zaměřuje. Jedná se o Strengths (silné stránky), Weaknesses (slabé stránky), Opportunities (příležitosti) a Threats (hrozby).

Silné stránky

Za silné stránky společnosti ČEZ lze považovat:

- *Dlouholetá tradice společnosti* – společnost ČEZ, a. s. byla založena 6. května roku 1992. Za dvacet jedna let působení v České republice si vybudovala své jméno a dostala se do podvědomí celého národa. Společnost ČEZ je známá i na zahraničních trzích.
- *Silné postavení na domácím trhu* – co se týče prodeje elektrické energie má společnost prvenství na domácím trhu. Od roku 2009 si buduje postavení i s prodejem plynu. Produkty společnosti ČEZ využívají zákazníci, jak na velkoobchodní tak i maloobchodní úrovni.
- *Kvalita poskytovaných služeb* – společnost nabízí služby distribučního charakteru pro nové zákazníky a zároveň servisní služby pro stávající zákazníky.
- *Intenzita propagace* – společnost každoročně sponzoruje vybrané společenské a především sportovní události nejrůznějšího charakteru. Významně se podílela na rekonstrukci a modernizaci ČEZ Arény.
- *Kapitálová náročnost při vstupu do odvětví* – energetický průmysl je kapitálově náročné odvětví s velkým podílem dlouhodobých aktiv. Základní kapitál společnosti se pohybuje ve výši 54 mld. Kč.
- *Působnost v zahraničí* – za dobu své existence společnost ČEZ pronikla na zahraniční trhy a vytvořila dceřiné společnosti po celé Evropě a dokonce i mimo Evropu. Vznikla tak Skupina ČEZ. V poslední době se Skupina ČEZ

v zahraničí zaměřuje zejména na obnovitelné zdroje a to hlavně v oblasti větrných a vodních elektráren – v posledních dvou letech např. v Polsku, Rumunsku nebo v Bulharsku.

Slabé stránky

Mezi slabé stránky lze uvést:

- *Sezónní produkce* – v letních měsících dochází k poklesu produkce elektrické energie a především velmi nízké spotřebě plynu koncovými zákazníky.
- *Legislativní a právní aspekty* – to se především týká komplikovanosti, se kterými se zákazník potýká při ukončení smlouvy se společností. Dále je zákazník postihován sankcemi za dřívější odstoupení od smlouvy.
- *Znečišťovatel ovzduší* – většina elektrické energie se vyrábí v tepelných elektrárnách, které i po odsiřování chrlí milióny tun exhalátů do ovzduší.
- *Rizikové investice v Albánii* - tamní vláda odebrala společnosti ČEZ licenci na distribuci elektřiny. Celková ztráta z této investice činí pět a půl miliardy korun.

Příležitosti

Za příležitost je možné považovat:

- *Rozvoj jaderné energetiky* – projekty v oblasti jaderné energetiky jsou zaměřeny na nové poznatky pro budoucí výstavbu jaderných elektráren. Dále se zabývají korozí materiálu, bezpečnostními aspekty a novými jadernými technologiemi.
- *Využívání sluneční energie* – v podobě fotovoltaické (solární) elektrárny, která využívá solární panely, na nichž se přeměňuje sluneční záření na elektrickou energii. V současné době to lze brát za velký trend nejen mezi energetickými společnostmi, ale i drobnými podnikateli a domácnostmi.
- *Rozvoj distribučních sítí* – cílem je vybudování nových konceptů moderních distribučních sítí s distribuovanými výrobními zdroji a aktivním zapojením odběratelů. Každý projekt bude realizován v jiné zemi a v různých podmínkách.
- *Reklamní partnerství* - ČEZ jako významný podnikatelský subjekt poskytl podporu formou reklamy řadě projektů z různých oblastí života. V projektech

sportovního charakteru spojených s ochranou životního prostředí již tradičně podpořil údržbu či výstavbu cyklostezek a lyžařských běžeckých stop.

- *Podpora inovačních programů pro Výzkum a vývoj* – celková částka jen za rok 2011 investovaná do výzkumu a vývoje činí 794,2 mil. Kč. Hlavním cílem bylo získat informace o aktuálním stavu tlakových nádob reaktorů a vědeckých podkladů pro predikci jejich životnosti. Dále zajištění technických inovací těžebních, dopravních a úpravárenských zařízení. Řešení problematiky snižování ekologických zátěží, výzkum a vývoj nových materiálů a technologií pro úpravu radioaktivních a nebezpečných odpadů a výzkum bariér.
- *Investice do zdrojů na bázi obnovitelné energie* – jedná se o investice do projektu testování, zušlechťování a čištění bioplynu pomocí membránové metody. Dále jsou to investice do projektu zaměřeného na požárně-bezpečnostní charakteristiku nekonvenčních paliv (plasty, tuhý komunální odpad).

Hrozby

Hrozby pro společnost mohou být:

- *Příliv zahraničních energetických společností na domácí trh* – za největší konkurenci na domácím trhu lze považovat konkurenci ze západu energetickou společnost RWE a E.ON.
- *Zvyšující se nároky na ekologii* – celkové investiční výdaje na ekologii se v posledním roce vyšplhaly na 826 mil. Kč. Tato částka zahrnuje i nákup emisních povolenek.
- *Pokuty za překročení limitů znečištění ovzduší* - produkce emisí znečišťujících látek vypouštěných do ovzduší ze zdrojů Skupiny ČEZ je trvale sledována. V roce 2011 byly na všech spalovacích zdrojích Skupiny ČEZ dodrženy emisní limity. Dokonce i součtový emisní strop byl dodržen a ostatní technické podmínky provozu související s ochranou ovzduší.
- *Nesolventnost zákazníků* – týká se domácích i zahraničních zákazníků, kteří nedostojí svým závazkům vůči společnosti ve stanovený čas a stanovené výši.
- *Nedostatek kvalifikovaných pracovníků* - předmět podnikání a strategické záměry Skupiny ČEZ kladou vysoké nároky na znalosti, zkušenosti a dovednosti zaměstnanců. Proto se společnost snaží zabezpečit nejružnější

školení za účelem plnění kvalifikačních předpokladů zaměstnanců. Společnost podporuje i studenty, kteří představují budoucí generaci spolehlivých zaměstnanců.

- *Zahraniční trhy* – na základě špatné platební morálky albánských odběratelů společnost ČEZ prodělala stamiliony eur na tamním trhu. V současné době byla zahájena mezinárodní arbitráž proti Albánii.
- *Soudní spory* – v současnosti se jedná o soudní spory v Bulharsku s regulátorem kvůli cenám elektrické energie. Spory se mohou odrazit v nižším zisku.²³
- *Vlastnictví státu* – společnost ČEZ je ze 70 % vlastněna státem. Nejen, že zde hrozí politické riziko s nejasnou budoucí situací, ale i veškeré nezdařilé investice společnosti jsou hrazeny ze státní poklady tudíž z vybraných daní občanů České republiky.
- *Zdražování elektrické energie* - současná cena proudu roste a bude růst i v budoucnu. Tento vývoj je zapříčiněn státními dotacemi na obnovitelné zdroje. Na subvencích do fotovoltaiky investoval ČEZ předloni víc než miliardu a půl korun. Zisk z této investice byl ale nulový.²⁴

Závěrem lze říci, že společnost ČEZ za dlouholeté působení na českém trhu si vybudovala své jméno nejen jako společnost vyrábějící elektrickou energii, ale také jako organizátor mnoha významných akcí. V současnosti tato společnost zaujímá 45 % podíl na domácím trhu s elektrickou energií a také další významné podíly na trhu zahraničním. Na druhou stranu se některé investice do zahraničí v současnosti projeví jako vysoce ztrátové. Jedná se o několika miliardovou ztrátu v Albánii a další možnou ztrátu z odebrání licence v Bulharsku. V posledních letech společnost vynakládá značné výdaje do oblasti výzkumu a vývoje. Angažuje se do projektů výroby a napájení elektromobilů, výroby bioplynu a využívání sluneční energie jako zdroje tepla. Jednoznačnou nevýhodou společnosti je většinové státní vlastnictví. Řízení této společnosti je nepřímo spojeno se státní vládou a jejími úspěchy a pády. Dá se tedy konstatovat, že budoucnost společnosti ČEZ je nejistá.

²³ Zdroj:<http://zpravy.e15.cz/byznys/prumysl-a-energetika/po-bulharske-vlade-jde-proti-cez-i-justice-prokurator-chce-vzit-licenci-966394>

²⁴ Zdroj:http://www.rozhlas.cz/cro6/komentare/_zprava/lida-rakusanova-drahy-nejdrazsi-cez--1177843

4.3 Stanovení vnitřní hodnoty akcie

Vnitřní hodnota akcie bude stanovena s pomocí aplikace vybraných metod fundamentální analýzy. Jedná se o dividendový diskontní model, model diskontovaných peněžních toků, historický model, ziskový model P/E a účetní hodnota patřící do bilančních modelů. Dosažené výsledky jednotlivých metod budou zaznamenány a porovnávány na základě přiřazených pravděpodobností, dle vypovídající schopnosti každé metody. Konečná vnitřní hodnota bude stanovena na základě jejich součinu.

4.3.1 Dividendový diskontní model

Společnost ČEZ za dobu své existence prošla různými životními cykly, ve kterých byl růst dividend nelineární. Se stejným trendem výplat dividend se bude počítat i do budoucna. Proto byl zvolen dividendový diskontní model s nekonstantním růstem a to ve dvoustupňové podobě.

Pro stanovení vnitřní hodnoty akcie na základě dvoustupňového dividendového diskontního modelu je v první řadě stanovena požadovaná výnosová míra (K_e) pomocí vzorce (2.30) a to ve výši 10,79 %.²⁵

V druhém kroku je určena očekávaná růstová míra dividend (g). Míra růstu dividend v první fázi v letech 2013 až 2016 je stanovena s pomocí odhadů analytiků s ohledem na očekávaný pokles čistého zisku a změn v investičním prostředí ve výši -2,28 %. Druhá fáze bude probíhat od roku 2016 do nekonečna a bude se již předpokládat růst ve výši 6 %.²⁶

²⁵ Zdroj: www.mpo.cz, pages.stern.nyu.edu/~adamodar

²⁶ Zdroj: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html>

Tab. 4.15 Výpočet vnitřní hodnoty akcie s pomocí dividendového diskontního modelu

Rok	g -2,28%	k 10,79%	PV dividend
2013	50	0,90	45,13
2014	48,86	0,81	39,81
2015	47,75	0,74	35,11
2016	46,66	0,66	30,97
PV dividend v první fázi			151,02
PV div ₂₀₁₆	g	k	VH ₂₀₁₆
30,97	6,00%	10,79%	685,31
PV dividend v druhé fázi			454,87
Vnitřní hodnota akcie			605,88

Vnitřní hodnota akcie vypočítaná na základě dividendového diskontního modelu činí 606 Kč. Současný kurz akcie ČEZ ke dni 23. 4. 2013 se pohybuje ve výši 558,20 Kč. Z toho vyplývá, že akcie ČEZ je podle tohoto modelu podhodnocena.

4.3.2 Model diskontovaných peněžních toků

Vnitřní hodnotu akcie z pohledu akcionářů umožňuje zjistit model Free Cash Flow to Equity (dále jen FCFE). Je také zkonstruován jako dvoustupňový model, kdy první fáze potrvá čtyři roky a to od 2013 až do 2016. V první fázi jsou odhadnuty FCFE jednotlivě pro každý rok. Druhá fáze je stanovena od roku 2017 do nekonečna a bude se počítat s nulovým růstem FCFE.

Aby bylo možné stanovit vnitřní hodnotu akcie, bude zapotřebí si určit potřebná vstupní data. Diskontní sazbu zde představuje požadovaná výnosová míra z akcie stanovená v předchozím modelu. V dalším kroku jsou vypočítány volné peněžní toky pro akcionáře a to na základě analytických odhadů vývoje čistého zisku, který je uveden v kapitole 4.1.11. Dále jsou volné peněžní toky složeny z odpisů a zamýšlených investičních výdajů týkajících se především dostavby elektrárny Temelín a rozsáhlé investiční výdaje na výzkum a vývoj v oblasti elektromobilů. Předpokládá se, že výstavba Temelína se uskuteční v roce 2016, kdy se výdaje za dobu výstavby mohou pohybovat okolo 110 mld. Kč.²⁷ V souvislosti s projektem Temelín se bude vyvíjet i výše úvěrů a emise dluhových cenných papírů. Předpokládá se

²⁷ Zdroj: http://www.metrostav.cz/cz/aktuality/aktualni_informace/detail?id=2564

do budoucna intenzivní emisní činnost. V neposlední řadě je odhadnuta změna hodnoty ČPK a jsou stanoveny splátky dluhů, nejen z emise vlastních dluhopisů, ale i splátky z poskytnutých externích úvěrů včetně úroků. Hodnota $FCFE_0$ dle vzorce (2.40) je stanovena v Tab. 4.16.

Tab. 4.16 Přehled stanovených FCFE od roku 2013 do 2017

Rok		2013	2014	2015	2016	2017
v mil.kč	čistý zisk	39600	36100	39850	39760	39500
+	odpisy	27396	27021	26985	46714	46854
-	invest. výdaje	41540	49783	49932	99125	108517
-	změna ČPK	-25900	-28457	-27985	-26487	-25436
-	splátka dluhů	84000	82965	81236	80702	81459
+	nové emise	100469	104398	100147	109879	110368
	FCFE	67825	63228	63799	43013	32182

Dalším krokem je stanovení současné hodnoty FCFE dle vzorce (2.40), pokračující hodnoty a samotné vnitřní hodnoty akcie na základě vzorce (2.42), viz Tab. 4.17.

Tab. 4.17 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Roky	FCFE	PV FCFE
2013	67825	61219,42
2014	63228	51511,99
2015	63799	46915,05
2016	43013	28549,43
PH		298257,65
2017	32182	197965,42
Celkem		386161,32
VH akcie		716,56

Vnitřní hodnota akcie zjištěná pomocí modelu FCFE je 717 Kč. Na základě porovnání se současnou hodnotou akcie ve výši 558,20 Kč je akcie společnosti ČEZ podhodnocena.

4.3.3 Historický model

Při stanovení vnitřní hodnoty akcie historickým modelem je nejprve pracováno s *modelem P/S*, který poměruje historický tržní kurz akcie s průměrnou historickou výší tržeb na jednu akcii, vzorec (2.46).

Pro upřesnění postupu jsou nejprve stanoveny tržby na jednu akcii. Tržby pro příští rok jsou určeny na základě analytického odhadu.²⁸ Tržbám jsou následně přiřazeny váhy, kdy nejnižší váha bude přiřazena nejstarší hodnotě. Dalším krokem je výpočet součinu výše zmíněných hodnot, ze kterého se spočítá vážený průměr.

Tab. 4.18 Historický model P/S

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	průměr
tržby na akcii	306,71	364,97	369,61	389,90	400,10	
váha	1	2	3	4	5	
součin	306,71	729,95	1108,84	1559,59	2000,51	1141,12
průměrný historický kurz akcie						748,67
tržby na akcii 2013						425,38
VH akcie						648,36

Při využití historického modelu P/S bylo zjištěno, že akcie společnosti ČEZ je podhodnocena, jelikož současný kurz akcie se pohybuje ve výši 558,20 Kč.

Další možností výpočtu vnitřní hodnota akcie na základě historického modelu je pomocí *modelu P/BV*, kdy dochází k porovnání průměrného historického tržního kurzu akcie s průměrnou historickou výší účetní hodnoty na jednu akcii, viz vzorec (2.48). Postup je stejný jako u předchozího modelu.

Tab. 4.19 Historický model P/BV

Rok	2008	2009	2010	2011	2012	Průměr
BV	324,1	375,8	414,8	424,5	475,5	
váha	1	2	3	4	5	
součin	324,1	751,6	1244,4	1698	2377,5	1279,12
průměrný historický kurz akcie						748,67
BV 2013						400,8
VH akcie						684,78

²⁸ Zdroj: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html>

Vnitřní hodnota akcie stanovená na základě historického modelu P/BV se pohybuje ve výši 684,78 Kč a při porovnání se současným kurzem 558,20 Kč je akcie společnosti ČEZ podhodnocena.

4.3.4 Bilanční modely

Bilanční modely zahrnují metody, které při stanovování vnitřní hodnoty akcie vycházejí z veřejných účetních výkazů společnosti. Bilanční modely se mohou lišit postupem výpočtu a obtížností, vypovídací schopnosti nebo třeba i oblibou mezi analytiky. Mezi nejvíce používané patří účetní hodnota.

Vnitřní hodnota akcie je v tomto případě ztotožněna s účetní hodnotou. Účetní hodnota je vyjádřena rozdílem mezi aktivy a cizím kapitálem. Následně je účetní hodnota poměřována s počtem emitovaných akcií.

Tab. 4.20 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Položka	Hodnota
Aktiva	636 070 000 000
cizí kapitál	241 080 000 000
účetní hodnota	394 990 000 000
počet emitovaných akcií	537 989 759
VH akcie	734,20

S pomocí účetní metody bylo zjištěno, že vnitřní hodnota akcie se pohybuje ve výši 734 Kč, při tom současná hodnota akcie na trhu je ve výši 558,20 Kč. Akcie společnosti ČEZ je tedy podhodnocena.

4.3.5 Ziskové modely

Ziskové modely jsou velice často používané metody, které respektují časovou hodnotu peněz. Základem je čistý zisk, který se dále upravuje.

Nejvýznamnějším ukazatelem kapitálového trhu je ukazatel P/E, který poměje kurz (cenu) akcie a čistý zisk na akcii. Při odvození normálního P/E se vychází z Gordonova jednostupňového dividendového diskontního modelu.

Pro výpočet vnitřní hodnoty akcie je potřeba určit vstupní data. Jako první je stanoven očekávaný zisk na akcii v příštím roce. Předpokládá se, že čistý zisk na akcii v příštím roce

poklesne o 2,28 %.²⁹ Dalším krokem je stanovení samotné vnitřní hodnoty akcie a to pomocí vzorce (2.50) v Tab. 4.21.

Tab.4.21 Výpočet vnitřní hodnoty akcie

Veličina	Hodnota
P₀	590
(P/E)₀	8,3
g	-2,28%
E₀	77,6
E₁	75,8
V₀	629,4

Z Tab. 4.21 vyplývá, že s pomocí ziskového modelu P/E je akcie společnosti ČEZ podhodnocena.

4.3.6 Srovnání výsledků a výpočet konečné vnitřní hodnoty akcie společnosti ČEZ

Při stanovení vnitřní hodnoty akcie byl použit dividendový diskontní model, model diskontovaných peněžních toků, historický model, ziskový model a bilanční model. Každá metoda se liší, a proto bylo dosaženo různých výsledků.

Vybraným metodám jsou přiřazeny váhy vyjadřující pravděpodobnost významnosti dle jejich vypovídacích schopností. Dividendovému diskontnímu modelu, metodě diskontovaných peněžních toků jsou přiřazeny nejvyšší váhy a to 25 %, jelikož respektují časovou hodnotu peněz a jsou zaměřeny na budoucí očekávání společnosti. Ziskovému modelu P/E je přiřazena nižší váha stanovená na úrovni 15 %. Historickým modelům P/S a P/BV je přiřazena váha ve výši 10 % z toho důvodu, že vychází z minulých dat a vnitřní hodnota akcie byla stanovena pomocí součinu těchto dat. Účetní hodnota má zde doplňkový charakter a proto jí je přidělena váha 15 %. Přehled jednotlivých metod a výsledných hodnot udává Tab. 4.22.

²⁹ Zdroj: <http://www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html>

Tab. 4.22 Souhrnné výsledky a stanovení konečné VH akcie

Model	Div. diskontní model	Cash flow modely	Historické modely		Bilanční modely	Ziskové modely
		FCFE	P/S	P/BV	účetní hodnota	P/S
VH	605,88	716,56	648,36	684,78	734,20	629,39
Váha	0,25	0,25	0,1	0,1	0,15	0,15
Součin	151,47	179,14	64,84	68,48	110,13	94,41
Výsledná VH akcie						599,99

4.3.7 Investiční doporučení

Akciová společnost ČEZ má na území České republiky dlouholetou tradici, během níž si vybudovala dominantní podíl na trhu s výrobou a prodejem elektrické energie a s tím související podpora elektrizační soustavy. Dále se společnost zabývá výrobou, rozvodem a prodejem tepla. V roce 2008 přišla společnost ČEZ na trh s výrobou a prodejem plynu. Za tak krátké působení si společnost dokázala získat své místo na trhu jako největší alternativní dodavatel plynu v České republice. Společnost ČEZ získala rating A- od ratingové agentury Standard & Poor's, A2 od agentury Moody's. Obě ratingové agentury označily ČEZ jako společnost se stabilním výhledem. Služby nabízené společností využívají maloodběratelé i velkoodběratelé.

Na základě sestavení finanční analýzy bylo zjištěno, že je společnost stabilní. V současnosti více využívá pro financování svých potřeb cizí, levnější zdroje. Dále bylo zjištěno, že dlouhodobý kapitál pokryje veškerá stálá aktiva. V oblasti zadlužení se očekává rostoucí trend v souvislosti s přípravou a samotnou realizací projektů dostavy dvou jaderných reaktorů Temelín. V oblasti rentability docházelo v posledních letech ke změnám v souvislosti s vývojem zisku společnosti. Od roku 2010 docházelo k poklesu zisku, který je částečně připisován dopadům finanční krize, jelikož společnost ČEZ prodávala elektrickou energii na dva roky dopředu. K dalším změnám došlo v oblasti celkových aktiv, především se zvýšila hodnota derivátů na nákup a prodej emisních povolenek. V souvislosti se zintenzivněním emisní činnosti v oblasti dluhových cenných papírů a růstu dlouhodobých bankovních úvěr se zvýšila hodnota dlouhodobých závazků. V oblasti likvidity jsou vykazovány nižší hodnoty. Hodnota zásob je v tomto případě téměř zanedbatelná. Zásoby

zahrnují především materiál a náhradní díly pro opravy a údržbu dlouhodobého hmotného majetku. Po komplexním posouzení ukazatelů likvidity lze říci, že společnost dokáže dostát svým závazkům v řádném termínu a plné výši. Při posuzování doby obratu za období deseti let byl zjištěn pozitivní trend, kdy doba obratu pohledávek je výrazně kratší, než doba obratu závazků. To pro společnost znamená bezproblémový průběh úhrady vlastních závazků a nenarušení likvidity společnosti. V rámci ukazatelů kapitálového trhu byly porovnávány ukazatele P/E a EPS s vybranými energetickými společnostmi. Na základě toho, lze konstatovat pozitivní vývoj těchto ukazatelů. V současnosti se vývoj ukazatele EPS propadl v souvislosti s poklesem zisku společnosti.

Po sestavení SWOT analýzy, kde byly popsány silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby společnosti ČEZ lze jednoznačně konstatovat, že mezi silné stránky patří dlouhodobé působení společnosti a její výsadní podíl na domácím trhu. Dále se sem řadí úspěšné provozování činnosti společnosti ČEZ v zahraničních státech. V souvislosti se zahraničními trhy lze zařadit ztrátovou investici v Albánii a problematické působení v Bulharsku do slabých stránek. Příležitosti jsou spatřovány v nových projektech např. elektromobily, využívání solárních panelů jako zdroje energie a dostavba dvou reaktorů elektrárny Temelín. Také výzkumné pokroky v rámci rozvoje jaderné energetiky a distribučních sítí se považují za příležitosti společnosti ČEZ. Za hrozby společnosti lze brát rostoucí konkurenci ze západu, jejíž problematika je popsána v kapitole 3.2.3. V další řadě sem patří rostoucí nesolventnost zákazníků a s nimi spojené dlouhé a nákladné soudní spory, dále klesající počet kvalifikovaných pracovníků a v neposlední řadě nejasná budoucnost společnosti ČEZ spojená s majoritním vlastnictvím státu.

Po sestavení fundamentální analýzy společnosti ČEZ, kde byly využity modely dividendové, peněžních toků, historické, bilanční a ziskové, byla stanovena konečná vnitřní hodnota akcie ve výši 600 Kč. Na základě srovnání zjištěné vnitřní hodnoty akcie s aktuálním kurzem společnosti ČEZ ve výši 558,20 Kč je jednoznačně určen závěr, že akcie společnosti ČEZ jsou podhodnoceny.

V souvislosti s výše uvedenými skutečnostmi, zní investiční doporučení pro krátkodobý časový horizont na nákup akcií společnosti ČEZ. Rozhodnutí se opírá o fakt, že současný kurz akcie stále klesá, ale výše dividend je zachována na stejné úrovni jako minulý rok. Oficiální schválení dividendy ve výši 45 Kč na rok 2012 bude na zasedání valné hromady konané dne 1. 6. 2013

Pro investory, kteří chtějí dlouhodobě investovat do společnosti ČEZ je stanoveno investiční doporučení k nákupu akcií společnosti. Toto investiční doporučení zahrnuje stejné atributy, jako jsou uvedeny v krátkodobém investičním záměru, ale je zde navíc upozornění pro investory, aby pečlivě sledovali budoucí vývoj společnosti, zejména interní situaci v souvislosti s nástupem nové vlády v příštím roce a vývoj zahraničních investic.

5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo sestavení fundamentální analýzy společnosti ČEZ, v jejímž závěru bylo stanoveno investiční doporučení.

Teoretická část se zabývala charakteristikou fundamentální analýzy, včetně jednotlivých úrovní, mezi které patří globální, odvětvová a firemní úroveň.

Třetí kapitola byla věnována problematice na globální a odvětvové úrovni. Na základě sestavení globální analýzy byl zjištěn pozitivní vztah mezi vývojem HDP a vývojem akciového titulu společnosti ČEZ, kdy akciové kurzy předbíhaly vývoj reálné ekonomiky o tři až devět měsíců. Inverzní vztah byl zaznamenán u vývoje úrokových sazeb a inflace vůči akciovému vývoji kurzu. V rámci odvětvové analýzy bylo zjištěno, že se společnost nachází ve fázi stabilizace a lze ji zařadit do cyklického odvětví. V souvislosti s rostoucí zahraniční konkurencí byla společnost ČEZ zařazena do oligopolní tržní struktury.

Čtvrtá kapitola obsahovala firemní analýzu, kdy v první části byla popsána struktura společnosti ČEZ zahrnující charakteristiku a rozvoj společnosti, předmět podnikání, výši základního kapitálu, vrcholové vedení, zaměstnaneckou strukturu, popis odběratelů, vývoj dividend, investiční politiku, inovaci a výzkum, tržní situaci a v samém závěru shrnutí hospodaření společnosti. Ve druhé fázi byla provedena finanční analýza společnosti, kdy bylo zjištěno, že ČEZ je finančně zdravá a stabilní společnost, která dokáže hospodařit se svým majetkem a dokáže dostát svým závazkům řádně a včas. I přes dopady finanční krize a poklesu zisku společnost nadále vyplácí svým akcionářům poměrně vysoké dividendy. V dalším kroku byla sestavena SWOT analýza, kde byly popsány silné a slabé stránky, příležitosti a hrozby společnosti ČEZ. Do silných stránek bylo zahrnuto dlouhodobé působení společnosti a její výsadní podíl na domácím trhu. Slabou stránkou bylo vnímání obyvatel společnosti jako znečišťovatele ovzduší, dále také novodobé ztrátové působení v Albánii. Příležitosti byly spatřovány v nových projektech např. elektromobily, využívání solárních panelů jako zdroje energie a dostavba dvou reaktorů elektrárny Temelín. Za hrozbu byla považována riziková investice v Bulharsku související s odebráním licence a také postupně rostoucí konkurence ze západních států. Velké riziko bylo spatřováno v nejasné budoucnosti společnosti spojené s majoritním vlastnictvím státu. Čtvrtá část obsahovala aplikaci oceňovacích metod. Vnitřní hodnota akcie byla stanovena na základě dividendového diskontního modelu, modelu diskontovaných peněžních toků na úrovni akcionářů, historického

modelu, bilančního modelu a ziskového modelu. Po výpočtu vnitřní hodnoty akcie pomocí výše uvedených metod byla stanovena konečná vnitřní hodnota akcie ve výši 658 Kč. Při porovnání s aktuálním kurzem na trhu ke dni 19. 4. 2013 ve výši 590 Kč, byla akcie společnosti ČEZ shledána za podhodnocenou.

V souvislosti s uvedenými skutečnostmi bylo stanoveno investiční doporučení pro krátkodobý časový horizont, které znělo na nákup akcií společnosti ČEZ. Toto investiční doporučení bylo podloženo současnou situací ve společnosti, kdy aktuální kurz akcie klesal, ale výše dividend zůstala zachována. Za rok 2012 činí ohlášená hodnota dividendy na akcii 45 Kč.

Pro delší časové období nebyl shledán předpoklad, že by mělo dojít k zásadním změnám ve společnosti ČEZ. Přesto bylo investorům doporučeno sledovat vývoj situace ve společnosti v souvislosti s nástupem nové vlády, situací na trhu s emisními povolenkami a rizikovými investicemi v zahraničí. Za předpokladu zjištěných informací bylo z dlouhodobého hlediska stanoveno doporučení pro investory na nákup akcií společnosti ČEZ.

Seznam použité literatury

DLUHOŠOVÁ, Dana. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 3. vyd. Praha: Ekopress, 2010. 225 s. ISBN 978-80-86929-68-2.

JÍLEK, Josef. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha: Grada, 2009. 656 s. ISBN 978-80-247-2963-3.

MANKIW, N. Gregory. *Zásady ekonomie*. 1.vyd. Praha: GRADA Publishing, a.s., 2000. 768 s. ISBN 80-7169-891-1

MAŘÍK, Miloš a kolektiv. *Metody oceňování podniku – Proces ocenění, základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

MUSÍLEK, Petr. *Trhy cenných papírů*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2011. 520 s. ISBN 978-80-86929-70-5.

REJNUŠ, Oldřich. *Finanční trhy*. 2. vyd. Ostrava: Key Publishing, 2010. 660 s. ISBN 978-80-7418-87-080-4.

SEDLÁČEK, Jaroslav. *Finanční analýza podniku*. 2. vyd. Brno: Computer Press, 2011. 152 s. ISBN 978-80-251-3386-6.

VESELÁ, Jitka. *Investování na kapitálových trzích*. 2. vyd. Praha: Wolters Kluwer ČR, 2011. 792 s. ISBN 978-80-7357-647-9.

Oborné články

CHALKIN, Oleg. Co je to fundamentální analýza?. *Měsíčník Make Money*. 2013, č. 1, s. 66. ISSN 1805-6172.

Internetové odkazy

AKCIE.CZ. *Vývoj akcií ČEZ* [online]. Dostupné z:

<http://www.akcie.cz/kurzy-cz/historie/akcie-11392-cez/>

BURZA CENNÝCH PAPÍRŮ PRAHA. *Data z obchodování – ČEZ* [online] [19. 11. 2012]. Dostupné z:

<http://www.pse.cz/Cenne-Papiry/Detail.aspx?isin=CZ0005112300#KL>

CENY ENERGIE. *Ceny elektrické energie* [online] [28. 1. 2013]. Dostupné z:

<http://www.cenyenergie.cz/elektrina/ceny-elektriny-2013-o-kolik-zdrazuj-dominantni-dodavatele.aspx>

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *ARAD: Systém časových řad* [online]. ČNB [22.03.2013]. Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cnb/STAT.ARADY_PKG.STROM_KOREN

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA. *Devizové kurzy* [online] ČNB [13. 3. 2013].

Dostupné z:

http://www.cnb.cz/cs/financni_trhy/devizovy_trh/kurzy_devizoveho_trhu/prumerne_mena.jsp?mena=EUR

ČESKÝ STATISTICKÝ ÚŘAD. *Rychlé informace – archiv* [online] [9. 12. 2012].

Dostupné z:

http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/rychle_informace_archiv

ČEZ. *Analytické odhady* [online]. [28. 3. 2013]. Dostupné z:

www.cez.cz/cs/pro-investory/akcie/analytici-o-cez.html#kontejner

ČEZ. *Výroba elektřiny* [online] [12. 1. 2013]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/cs/vyroba-elektriny/zvazovana-dostavba-elektrarny-temelin/duvody-dostavby.html#kontejner>

ČEZ. *Výroční zprávy* [online]. [17. 1. 2013]. Dostupné z:

<http://www.cez.cz/cs/pro-investory/hospodarske-vysledky/vyrocni-zpravy.html>

DAMODARAN ONLINE. *Updated Data* [online]. [11. 2. 2013]. Dostupné z:

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar>

CHYTRÝ ODBĚRATEL. *Celoevropské srovnání* [online] [28. 1. 2013]. Dostupné z:

<http://www.chytryodberatel.cz/celoevropske-srovnani-za-elektřinu-a-plyn-platime-prumerne-ceny.aspx>

PATRIA ONLINE. *ČNB: Úrokové sazby* [online]. [13. 3. 2013]. Dostupné z:

<http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2188041/cnb-srazil-sazby-k-nule-a-necha-je-tam-v-delsim-horizontu-ceka-horsi-vyvoj-hdp-ale-intervenci-zatim-neoznamila-komentar.html>

PATRIA ONLINE. *Zpravodajství – průměrný kurz* [online]. [13. 3. 2013].

Dostupné z:

www.patria.cz/zpravodajstvi/2153836/jaky-bude-prumerny-kurz-czkeur-pristi-rok.html

Seznam zkratek

BV	Účetní hodnota
CAPM	Model pro oceňování kapitálových aktiv
CF	Cash flow
CK	Cizí kapitál
ČNB	Česká národní banka
ČPK	Čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
DCF	Discounted Cash Flow
DDM	Dividendový diskontní model
EAT	Earnings After Taxes
EBIT	Earnings Before Interest and Taxes
EPS	Earning Per Share
ERÚ	Energetický regulační úřad
EU	Evropská unie
EUR	Euro
FCF	Free Cash flow
FCFE	Free Cash Flow For The Firm
FCFF	Free Cash Flow To Equity
HDP	Hrubý domácí produkt
P/E	Price/Earnings
ROA	Rentabilita aktiv
ROCE	Rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	Rentabilita vlastního kapitálu
ROS	Rentabilita tržeb
TSR	Celkový výnos akcionářů
VH	Vnitřní hodnota
VK	Vlastní kapitál
WACC	Weighted Average Cost of Capital

Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce. Souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci, budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO,
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne 26. 4. 2013



.....

Bc. Lucie Vaňková

Seznam příloh

Příloha č. 1 - Grafy s vývojem cen emisních povolenek a s vývojem cen elektřiny

Příloha č. 2 - Predikce makroekonomických veličin ministerstva financí

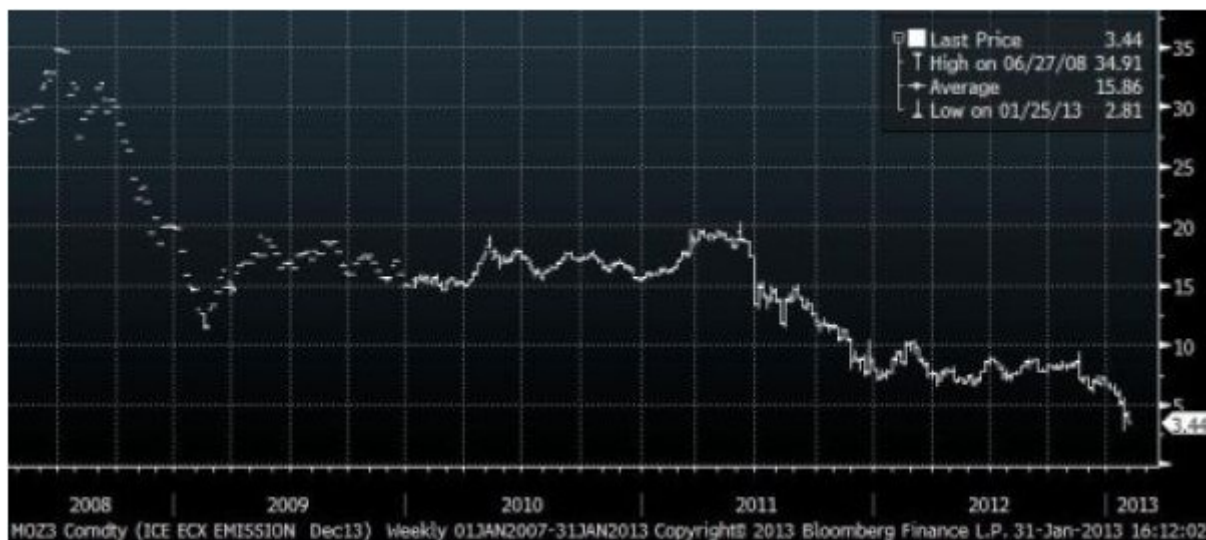
Příloha č. 3 – Konsolidované rozvaha od roku 2002 – 2012

Příloha č. 4 – Konsolidovaný výkaz zisku a ztrát v letech 2002 - 2012

Přílohy

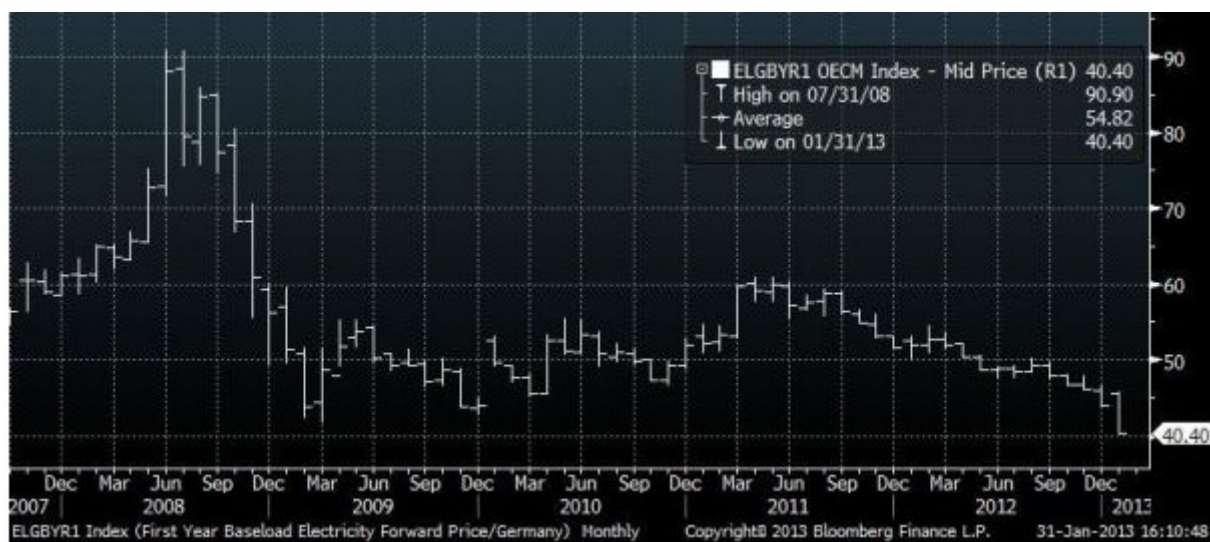
Příloha č. 1 - Grafy s vývojem cen emisních povolenek a s vývojem cen elektřiny

Graf č. 1 Vývoj ceny emisních povolenek (EUR/t)



Zdroj: Bloomberg

Graf č. 2 Vývoj cen elektřiny s dodáním v dalším roce (EUR/MWh)



Zdroj: Bloomberg

Příloha č. 2 - Predikce makroekonomických veličin ministerstva financí

Tab. č. 1 Hlavní makroekonomické indikátory

		2010	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013
		Aktuální predikce					Minulá predikce		
Hrubý domácí produkt	růst v %, s.c.	2,5	1,9	-1,1	0,1	1,4	1,7	-1,0	0,7
Spotřeba domácností	růst v %, s.c.	1,0	0,7	-3,0	-0,7	0,9	-0,6	-3,0	-0,5
Spotřeba vlády	růst v %, s.c.	0,5	-2,5	-0,9	-1,0	-0,9	-1,7	-1,1	-1,3
Tvorba hrubého fixního kapitálu	růst v %, s.c.	1,0	-0,7	-0,8	0,1	1,3	-0,9	-0,6	0,3
Příspěvek ZO k růstu HDP	p.b., s.c.	0,5	2,0	1,4	0,7	0,3	2,7	1,8	1,0
Deflátor HDP	růst v %	-1,4	-0,8	1,1	0,5	0,6	-0,8	1,3	0,9
Průměrná míra inflace	%	1,5	1,9	3,3	2,1	1,8	1,9	3,3	2,1
Zaměstnanost (VŠPS)	růst v %	-1,0	0,4	0,4	0,0	0,0	0,4	0,0	-0,2
Míra nezaměstnanosti (VŠPS)	průměr v %	7,3	6,7	6,9	7,3	7,4	6,7	6,9	7,3
Objem mezd a platů (dom. koncept)	růst v %, b.c.	0,7	2,2	1,7	1,9	3,5	2,3	2,0	2,1
Poměr salda BÚ k HDP	%	-3,9	-2,8	-1,6	-1,3	-1,2	-2,9	-1,3	-1,2
Předpoklady:									
Směnný kurz CZK/EUR		25,3	24,6	25,1	24,9	24,8	24,6	25,1	24,9
Dlouhodobé úrokové sazby	% p.a.	3,7	3,7	2,8	2,2	2,3	3,7	2,9	2,7
Ropa Brent	USD/barel	80	111	112	105	102	111	113	115
HDP eurozóny (EA12)	růst v %, s.c.	2,0	1,4	-0,4	-0,2	0,5	1,4	-0,5	0,3

Zdroj: www.mfcr.cz

Tab. č. 2 Úrokové sazby, vklady a úvěry – roční

		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
		Predikce									Predikce
Repo 2T ČNB (konec období)	v % p.a.	2,00	2,50	3,50	2,25	1,00	0,75	0,75	0,05	.	.
Hlavní refinanční sazba ECB (konec období)	v % p.a.	2,25	3,50	4,00	2,50	1,00	1,00	1,00	0,75	.	.
Hlavní refinanční sazba Fed (konec období)	v % p.a.	4,25	5,25	4,25	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25	.	.
PRIBOR 3M ¹⁾	v % p.a.	2,01	2,30	3,09	4,04	2,19	1,31	1,19	1,00	0,5	0,6
Dlouhodobé úrokové sazby ²⁾	v % p.a.	3,51	3,78	4,28	4,55	4,67	3,71	3,71	2,80	2,2	2,3
Domácnosti – MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)											
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	7,53	6,93	6,63	6,81	7,00	7,00	6,83	.	.	.
– úvěry	růst v %	32,6	32,1	31,7	28,9	16,3	8,7	6,5	.	.	.
– úvěry (bez úvěrů na bydlení)	růst v %	28,6	28,3	27,3	25,3	19,1	8,3	6,8	.	.	.
– vklady	růst v %	5,2	7,3	10,6	9,4	10,5	5,4	5,0	.	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	4,2	3,7	3,2	3,0	3,7	4,8	5,3	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	33	40	48	57	60	61	62	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	94	99	99	94	89	90	90	.	.	.
Nefinanční podniky- MFI (ČR, není-li uvedeno jinak)											
– úrokové sazby z úvěrů	v % p.a.	4,27	4,29	4,85	5,59	4,58	4,10	3,93	.	.	.
– úvěry	růst v %	10,3	13,9	16,7	17,5	0,2	-6,5	3,3	.	.	.
– vklady	růst v %	4,5	10,9	13,2	5,3	-1,7	4,8	0,9	.	.	.
– podíl úvěrů v selhání	v %	5,7	4,5	3,8	3,6	6,2	8,6	8,5	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům	v %	113	117	120	134	137	123	126	.	.	.
– poměr úvěrů ke vkladům (eurozóna)	v %	290	292	296	315	315	294	286	.	.	.

¹⁾ Tříměsíční sazba PRIBOR na mezibankovním trhu.

²⁾ Výnos 10letých státních dluhopisů pro konvergenční účely podle statistiky ČNB.

Zdroj: www.mfcr.cz

Tab. č. 3: Směnné kurzy

		2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
							<i>Odhad</i>	<i>Predikce</i>	<i>Predikce</i>	<i>Výhled</i>	<i>Výhled</i>
Směnné kurzy nominální:											
CZK / EUR	<i>roční průměr</i>	27,76	24,96	26,45	25,29	24,59	25,14	24,9	24,8	24,7	24,5
	<i>zhodnocení v %</i>	2,1	11,3	-5,6	4,6	2,8	-2,2	0,8	0,5	0,5	0,5
CZK / USD	<i>roční průměr</i>	20,31	17,06	19,06	19,11	17,69	19,59	19,2	19,1	19,0	18,9
	<i>zhodnocení v %</i>	11,3	19,0	-10,5	-0,3	8,0	-9,7	2,1	0,5	0,5	0,5
NEER ¹⁾	<i>průměr 2010=100</i>	90,6	101,2	98,0	100,0	103,1	99,5	100	101	101	101
	<i>zhodnocení v %</i>	2,7	11,7	-3,2	2,1	3,1	-3,5	0,7	0,5	0,5	0,2
Reálný směnný kurz vůči EA12 ²⁾	<i>průměr 2010=100</i>	91,9	102,3	97,8	100,0	100,8	98	98	97	97	96
	<i>zhodnocení v %</i>	3,1	11,3	-4,4	2,3	0,8	-2,4	-0,5	-0,9	-0,2	-0,4
Reálný efektivní směnný kurz ³⁾	<i>průměr 2010=100</i>	88,7	102,1	98,1	100,0	102,4	.	.	.	.	.
<i>(Eurostat, deflováno CPI, vůči 36 zemím)</i>	<i>zhodnocení v %</i>	2,9	15,1	-4,0	2,0	2,4	.	.	.	.	.

¹⁾ Index agregující směnné kurzy na základě vah zahraničního obchodu.

²⁾ Index popisuje meziroční reálné zhodnocení CZK proti EUR, deflováno deflátory HDP.

³⁾ Index propočítávaný Eurostatem, součást tzv. scoreboardu pro analýzu makroekonomických nerovnováh.

Zdroj: www.mfer.cz

Příloha č. 3 – Konsolidovaná rozvaha společnosti ČEZ v letech 2002 - 2012

Skupina CEZ – Konsolidovaná rozvaha (v mil. Kč)											
Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Dlouhodobý hmotný majetek, brutto	242 338	363 165	280 092	291 100	293 238	293 914	296 094	298 600	559 349	605 063	656 757
Oprávky a opravné položky	103 355	150 426	118 224	130 368	142 016	149 989	162 220	170 808	275 329	305 813	320 574
Dlouhodobý hmotný majetek, netto	138 983	212 739	161 686	160 732	151 222	143 925	133 874	127 792	284 020	299 250	336 183
Jaderné palivo, netto	7 931	9 574	7 909	7 823	7 343	6 955	6 266	5 420	7 005	8 844	9 702
Nedokončené hmotné investice včetně poskytnutých záloh	56 513	10 204	9 158	7 000	11 016	20 614	32 892	51 697	71 485	78 769	73 869
<i>Dlouhodobý hmotný majetek, jaderné palivo a investice celkem</i>	203 427	232 517	178 935	175 555	196 581	171 494	173 032	184 909	362 510	386 863	419 754
Cenné papíry v ekvivalenci	5 880	10 999	-	-	-	-	-	-	16 927	11 292	14 383
Dlouhodobý finanční majetek, netto	5 723	8 642	64 883	81 816	97 661	108 169	119 830	169 515	52 512	51 810	38 406
Dlouhodobý nehm. majetek, netto	1 174	1 997	1 290	1 287	885	1 844	782	662	15 670	16 788	21 604

Odložená daňová pohledávka	-	288	-	-	-	-	-	-	655	826	750
<i>Ostatní stálá aktiva celkem</i>	<i>12 777</i>	<i>21 926</i>	<i>66 173</i>	<i>83 103</i>	<i>98 546</i>	<i>109 173</i>	<i>120 612</i>	<i>170 177</i>	<i>85 764</i>	<i>80 716</i>	<i>75 143</i>
<i>Stálá aktiva celkem</i>	<i>216 204</i>	<i>254 443</i>	<i>245 108</i>	<i>258 658</i>	<i>268 127</i>	<i>280 667</i>	<i>293 644</i>	<i>355 086</i>	<i>448 274</i>	<i>467 579</i>	<i>494 897</i>
Peněžní prostředky a peněžní ekvivalenty	4 225	4 014	1 141	983	15 551	1 844	7 011	14 567	22 163	22 062	17 957
Pohledávky, netto	4 040	7 063	5 368	8 008	9 670	15 273	33 409	41 990	39 627	54 732	54 763
Pohledávka z titulu daně z příjmů	1 994	103	-	1 399	-	-	2	1	1 711	678	1 798
Zásoby materiálu, netto	2 467	3 242	2 538	2 732	2 611	2 705	2 832	3 144	5 369	6 251	7 671
Zásoby fosilních paliv	618	979	705	730	865	543	1 069	1 532	1 800	2 657	4 032
Emisní povolenky	-	-	-	125	7	2	1 274	724	3 077	6 013	12 153
Ostatní finanční aktiva	-	-	-	-	5 524	7 999	52 833	27 083	16 402	29 569	35 653
Ostatní oběžná aktiva	1 917	4 299	636	1 573	769	3 621	519	571	5 952	8 602	3 323
<i>Oběžná aktiva celkem</i>	<i>15 261</i>	<i>19 700</i>	<i>10 388</i>	<i>15 550</i>	<i>34 997</i>	<i>31 987</i>	<i>98 949</i>	<i>89 612</i>	<i>96 101</i>	<i>130 528</i>	<i>141 173</i>
Aktiva celkem	231 465	274 143	255 496	274 208	303 124	312 654	392 593	444 698	544 375	598 107	636 070

Základní kapitál	59 041	59 152	59 218	66 329	59 221	59 221	59 221	53 799	53 799	53 799	53 799
Nerozdělené zisky a kapitálové fondy	84 634	90 535	103 259	116 039	124 958	146 199	162 616	128 812	177 872	182 661	-4 382
Vlastní akcie	-	-	-	-	-1 943	-55 972	-66 910	-5 151	-4 619	-4 382	200 818
<i>Vlastní kapitál celkem</i>	143 675	149 687	162 477	174 276	182 236	149 448	154 927	177 460	227 052	232 078	254 219
Menšinové podíly	-	7 893	-	-	12 716	12 874	-	-	-	-	-
Dlouhodobé dluhy bez části splatné během jednoho roku	35 729	30 965	38 071	30 480	36 051	51 839	66 559	112 506	140 040	164 685	176 106
Rezerva na vyřazení jaderného zařízení z provozu a uložení vyhořelého jaderného paliva	23 866	28 164	29 280	35 697	36 503	38 997	35 422	36 932	36 848	37 285	42 415
Ostatní dlouhodobé závazky	-	357	-	152	96	483	3 131	4 587	21 173	21 721	22 559
<i>Dlouhodobé závazky celkem</i>	59 595	59 486	67 351	66 329	72 650	91 319	105 112	154 025	198 061	223 691	241 080
Odložený daňový závazek	12 541	14 721	11 885	13 021	13 471	11 557	8 613	8 721	18 191	16 946	21 828
Krátkodobé úvěry	-	2 320	-	-	-	11 821	13 020	12 618	9 618	5 500	4 784

Část dlouhodobých dluhů splatná během jednoho roku	4 235	5 691	1 809	7 770	5 820	3 235	4 710	6 232	14 786	19 264	12 005
Obchodní a jiné závazky	8 934	20 578	8 703	9 899	21 059	38 398	95 770	76 907	58 804	78 186	73 267
Závazek z titulu daně z příjmů	256	3 203	515	-	4 193	3 683	3 381	926	689	1 701	1 615
Ostatní pasiva	2 229	10 564	2 756	2 913	3 695	3 193	7 060	7 809	17 174	20 741	27 272
Krátkodobé závazky celkem	15 654	42 356	13 783	20 582	34 767	60 330	123 941	104 492	101 071	125 392	118 943
Pasiva celkem	231 465	274 143	255 496	274 208	303 124	312 654	392 593	444 698	544 375	598 107	636 070

Příloha č. 4 Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty společnosti ČEZ v letech 2002 – 2012

Konsolidovaný výkaz zisku a ztráty (v mil. Kč)											
Rok	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Tržby z prodeje elektrické energie	52 938	79 548	59 997	65 199	83 199	95 410	102 505	108 421	175 277	181 793	186 797
Výnosy a náklady z derivátových obchodů s el. energií, netto	-	-	-	-	-134	2 583	3 455	6 401	5 392	5 843	4 588
Tržby z prodeje tepla a ostatní výnosy	2 640	5 268	2 217	2 445	5 224	3 162	4 337	4 383	18 179	22 125	23 710
Výnosy celkem	55 578	84 816	62 214	67 644	88 289	101 155	110 297	119 205	198 848	209 761	215 095
Palivo	12 894	14 307	14 046	13 873	15 010	17 829	16 790	17 475	16 946	17 145	15 841
Nákup energie a související služby	7 328	21 100	8 699	7 204	15 510	17 700	15 473	16 373	54 353	65 865	71 656
Opravy a údržba	3 847	4 226	3 706	3 397	4 287	3 375	3 583	3 901	5 465	5 014	5 511
Odpisy	11 721	17 611	13 835	13 770	13 559	12 339	13 035	12 927	24 060	25 770	27 578
Osobní náklady	3 854	7 994	4 342	4 794	5 955	6 007	5 904	6 235	18 717	18 105	18 707

Materiál	1 838	3 670	1 673	1 692	2 163	1 704	1 765	1 814	4 844	5 478	5 098
Emisní povolenky, netto	-	-	-	-1 033	3 078	794	1 785	552	2 148	2 895	476
Ostatní provozní náklady	2 842	8 408	3 025	3 305	5 099	6 487	6 677	6 953	11 823	13 737	13 249
Náklady celkem	44 324	77 316	49 326	48 035	58 505	64 647	61 442	66 230	134 060	148 219	157 164
Zisk před zdaněním a ost. Ná. a výn.	11 254	7 500	12 888	19 609	29 784	36 508	48 855	52 975	64 788	61 542	57 931
Nákladové úroky	582	1 714	1 718	1 732	1 737	1 968	-2 934	-3 055	3 484	4 954	4 318
Úroky z jaderných rezerv	1 532	1 680	1 960	2 050	1 606	1 643	-1 755	-1 859	2 014	2 002	2 051
Výnosové úroky	-149	-319	-189	-193	472	756	983	1098	2 022	1 835	1 745
Kurzové ztráty/zisky, netto	-3 340	-1 915	-1 831	385	1 264	-465	-909	-1 056	2 943	566	763
Zisk/ztráta z prodeje dceřiných a přidružených podniků	-	-	-	-	272	266	679	-76	121	-	-
Ostatní finanční náklady a výnosy	1 330	744	-1 480	-4 716	-566	3 533	-	-	-285	223	2 716
Výnosy z cenných papírů v ekvivalenci	-497	1 063	-	-	-	-	12 048	6 778	147	-3 680	451

<i>Ostatní náklady a výnosy celkem</i>	-542	841	178	-849	-1 901	479	8 112	1 830	-6 108	-9 590	6 974
<i>Zisk před zdaněním</i>	11 796	6 659	12 710	20 458	27 883	36 987	56 967	54 805	58 680	51 952	50 957
<i>Daň z příjmů</i>	3 375	208	2 318	2 823	5 932	5 715	-9 849	-9 378	-11 739	-11 199	10 804
Zisk po zdanění včetně menšinových podílů	8 421	6 451	10 392	17 635	21 951	31 272	47 118	45 427	46 941	40 753	40 153
Menšinové podíly	-	519	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Zisk po zdanění	8 421	5 932	10 392	17 635	21 951	31 272	47 118	45 427	46 941	40 753	40 153